

UNIVERSITA' COMMERCIALE "LUIGI BOCCONI"

SCUOLA DI DOTTORATO

Dottorato di Ricerca in Legal Studies (curriculum: Business and Social Law)

Ciclo: XXXII

Settore Disciplinare (codice): IUS/04 - DIRITTO COMMERCIALE

**Il voto sottoposto a condizione nella s.p.a.: limiti,  
funzioni, disciplina.**

Advisor: Prof.ssa Maria Chiara MOSCA

Tesi di Dottorato di

Irene POLLASTRO

Matricola: 3022173

**Anno Accademico 2019/2020**

## Indice

### INTRODUZIONE

#### LE AZIONI CON VOTO SOTTOPOSTO A CONDIZIONE.

<b>1. Le azioni con voto sottoposto a condizione nell'art. 2351 c.c.: evoluzione della disciplina e domande di ricerca.....</b>	<b>5</b>
1.1. L'origine della norma.....	14
1.2. L'esegesi della norma e l'estensione della fattispecie. ....	15

### CAPITOLO PRIMO

#### AUTONOMIA PRIVATA E LIMITI INDEROGABILI NELLA FORMULAZIONE DELLA CONDIZIONE.

<b>1. Autonomia privata e limiti inderogabili: un approccio metodologico.....</b>	<b>21</b>
<b>2. Limiti esterni ed interessi meritevoli di tutela. ....</b>	<b>24</b>
2.1. Il principio <i>one share – one vote</i> . ....	25
2.1.1. <i>Segue</i> . Il principio <i>one share – one vote</i> nella regolazione positiva.....	29
2.1.2. <i>Segue</i> . Il principio <i>one share – one vote</i> nella prospettiva dell'analisi economica del diritto. ....	38
2.2. Il principio di uguaglianza e parità di trattamento. ....	47
2.2.1. <i>Segue</i> . Il principio di uguaglianza nella fase “statica” di redazione del contratto sociale.....	51
2.2.2. <i>Segue</i> . Il principio di parità di trattamento nella fase “dinamica” di esecuzione del contratto sociale.....	59
<b>3. Limiti interni. ....</b>	<b>65</b>
3.1. Il limite della mera potestatività.....	66
3.1.1. Mera potestatività nel diritto societario: le clausole di mero gradimento...	70

3.1.2. Ricadute disciplinari.....	75
3.2. Il limite della metà del capitale sociale.....	76

## CAPITOLO SECONDO

### IL CONDIZIONAMENTO DEL VOTO: UNA PROSPETTIVA TELEOLOGICA E STRUTTURALE.

<b>1. Introduzione.....</b>	<b>86</b>
<b>2. Il condizionamento del diritto di voto: una classificazione <i>teleologica</i>.....</b>	<b>88</b>
2.1. Voto condizionato con funzione “fidelizzante” o generalmente “premiante” ....	91
2.1.1. <i>Segue</i> . Il caso francese. ....	93
2.1.2. <i>Segue</i> . L’esperienza italiana. ....	97
2.1.3. <i>Segue</i> . Il meccanismo di fidelizzazione nelle società chiuse. ....	107
2.2. Voto condizionato a mutamenti negli assetti proprietari.....	108
2.2.1. La condizione apposta al voto al mutare degli assetti proprietari: casi “tipici” .....	110
2.2.2. Il condizionamento del voto in funzione anti-scalata: casistica.....	122
2.3. Voto condizionato con funzione “compensativa” .....	125
2.4. Voto condizionato con funzione “sanzionatoria” .....	134
2.4.1. Il divieto di concorrenza. ....	139
2.4.2. <i>Segue</i> . Altre fattispecie concrete. ....	142
2.5. Ipotesi residuali: voto condizionato con funzione “limitativa” o “selettiva” ..	144
<b>3. “Categorie” di condizione in funzione di differenziazioni disciplinari: una classificazione <i>strutturale</i>.....</b>	<b>146</b>

**CAPITOLO TERZO**  
**LA POSIZIONE DEL SOCIO CON VOTO SOTTOPOSTO A CONDIZIONE:**  
**RICADUTE DISCIPLINARI.**

<b>1. Introduzione.....</b>	<b>149</b>
<b>2. I diritti spettanti ai soci collegati al possesso del diritto di voto. ....</b>	<b>150</b>
2.1. In particolare, sul diritto all'intervento in assemblea (art. 2370 c.c.): informazione e tutela dei soci con voto sottoposto a condizione (sospensiva).....	151
2.1.1. Intervento in assemblea, metodo collegiale e principio maggioritario.....	154
2.1.2. Il diritto di intervento nella normativa attuale: l'approccio restrittivo del legislatore, punti critici e possibili attenuazioni.....	159
2.2. Gli altri diritti amministrativi. ....	170
<b>3. Realizzazione della condizione: "nuova categoria" e fattispecie di conversione (?) .....</b>	<b>177</b>
3.1. Ricadute in punto di circolazione dei diritti.....	184
<b>4. La modificabilità a maggioranza della clausola di condizionamento del voto..</b>	<b>185</b>
4.1. La modifica dei diritti spettanti ai titolari di azioni.....	187
4.2. L'imposizione di nuovi obblighi ai soci. ....	191
<b>5. Situazione di patologia e rimedi disponibili.....</b>	<b>199</b>
5.1. La condizione illecita.....	200
5.2. Violazione di norme imperative.....	201
5.3. Condotte errate o illecite e tutela del socio con voto sottoposto a condizione.	202
<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>206</b>
Opere citate .....	206
Documenti .....	229

## INTRODUZIONE

### LE AZIONI CON VOTO SOTTOPOSTO A CONDIZIONE.

SOMMARIO: 1. Le azioni con voto sottoposto a condizione nell'art. 2351 c.c.: evoluzione della disciplina e domande di ricerca. - 1.1. L'origine della norma. - 1.2. L'esegesi della norma e l'estensione della fattispecie.

#### **1. Le azioni con voto sottoposto a condizione nell'art. 2351 c.c.: evoluzione della disciplina e domande di ricerca.**

La disciplina che ha ad oggetto il diritto di voto conferito, per il tramite dei titoli azionari, ai soci di società per azioni ha subito, nel tempo, profondi mutamenti, che la rendono oggi estremamente distante da quella originariamente prevista dal Codice del 1942.

Se, infatti, a quel tempo la regola, tendenzialmente inderogabile, si sostanziava nell'attribuzione del voto (in misura non superiore all'unità) ad ogni azione<sup>1</sup>, con la riforma organica del diritto societario, intervenuta con il decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6, il legislatore ha compiuto una netta inversione di rotta nel senso di un deciso abbandono delle rigidità dell'impianto normativo iniziale: e così, la norma dispositiva enunciata al primo comma dell'art. 2351 c.c. rimane sempre quella secondo cui ad ogni azione deve essere attribuito il voto, ma le deroghe consentite dai commi successivi sono ormai amplissime. Tale percorso "evolutivo" ha, poi, raggiunto il suo apice in seguito alla promulgazione del D.l. 24 giugno 2014, n. 91, che ha rimosso anche l'ultimo divieto imperativo di emissione di azioni con voto potenziato.

Si può, allora, senz'altro affermare che, all'esito di detto *iter*, all'autonomia statutaria sono ormai concesse amplissime possibilità di incidere sulla determinazione dei diritti da attribuire alle azioni e, tra questi, in particolare, quello

---

<sup>1</sup> Era, infatti, allora consentito deviare dal modello legale unicamente privando del diritto di voto, sulle materie di competenza dell'assemblea straordinaria, le sole azioni alle quali, di contro, fosse riconosciuto un privilegio di natura patrimoniale nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale allo scioglimento della società; vigeva, invece, il divieto espresso di emettere azioni a voto plurimo.

di voto appare oggi «il più disponibile ed il più modulabile dei diritti endosocietari»<sup>2</sup>. Infatti, nella generale operatività del principio di atipicità delle categorie azionarie<sup>3</sup>, la legge permette oggi alle società di emettere sia azioni con voto depotenziato, senza più alcun necessario controbilanciamento di natura economica, nella forma di azioni senza voto, azioni con diritto di voto limitato a particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative, sia, al contrario, azioni con voto potenziato, nella forma di azioni a voto plurimo, in forza delle quali è possibile accordare sino ad un massimo di tre voti per azione; è altresì consentito che, in relazione alla quantità di azioni possedute da uno stesso soggetto, il diritto di voto sia limitato ad una misura massima o ne siano disposti scaglionamenti. In seguito alle innovazioni introdotte dal già menzionato D.l. 24 giugno 2014, n. 91, convertito con modificazioni nella L. 11 agosto 2014, n. 116 (c.d. Decreto Competitività), poi, le medesime facoltà sono oggi sostanzialmente concesse anche alle s.p.a. che abbiano emesso azioni quotate in mercati regolamentati: con esso è, infatti, caduto il divieto di utilizzo degli strumenti del tetto di voto e del voto scaglionato<sup>4</sup>, ed un diritto di

---

<sup>2</sup> Così si esprime, già in seguito alla riforma del 2003, A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, 1293; tale affermazione appare, appunto, ancor più vera alla luce delle ulteriori liberalizzazioni in materia di voto multiple introdotte nel nostro ordinamento sul finire del 2014.

<sup>3</sup> Ove per atipicità si intende la facoltà di attribuire ai titoli azionari qualsivoglia “diritto diverso” rispetto a quelli ordinari o propri di categorie esemplificativamente tipizzate dalla legge, purché volto a realizzare interessi meritevoli di tutela secondo l’ordinamento giuridico. A conferma della pacifica vigenza del principio, si vedano, *ex multis*, R. WEIGMANN, *Luci e ombre del nuovo diritto societario*, in *Soc.*, 2003, 270 ss.; F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova spa*, Milano, 2004, 78; G.P. LA SALA, *Principio capitalistico, e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, 2011, 132; G. D’ATTORRE, *Opa obbligatoria statutaria e sospensione del diritto di voto*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 693; M. NOTARI, *Gli strumenti finanziari partecipativi: punti fermi e problemi aperti negli orientamenti interpretativi del notariato milanese*, in *Riv. soc.*, 2018, 1138.

<sup>4</sup> Eliminata ogni differenza sul punto, rimane oggi al più possibile esprimere qualche perplessità sulla condivisibilità di tale scelta, che consente l’ingresso nella struttura capitalistica della società a numerosi elementi di stampo personalistico, mitigando in qualche misura la fungibilità della partecipazione azionaria funzionale alla sua rapida negoziazione sul mercato e rischiando di incidere in maniera restrittiva sul valore della contendibilità della società, che costituiva, invece, uno dei principi fondanti il Testo unico della Finanza. Si

voce più che proporzionale è attribuibile agli azionisti attraverso lo strumento del voto maggiorato di cui all'art. 127-*quinquies* TUF<sup>5</sup>.

---

vedano in merito le considerazioni di G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 194 e di A. BLANDINI, *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 486.

<sup>5</sup> Della disciplina dell'istituto si tratterà approfonditamente nel cap. II, par. 2.1.

È però appena il caso di precisare sin d'ora che, parlando di voto multiplo, le caratteristiche di quello maggiorato previsto per le società quotate sono ben diverse da quelle del voto plurimo nelle società chiuse: al di là della differente misura del privilegio (nel primo caso il limite imposto è di due voti per azione, mentre nel secondo di tre), l'accesso a detto privilegio di natura amministrativa riservato ai soci di società quotate è subordinato alla durata del possesso del titolo, mentre nel caso delle società chiuse il potenziamento del voto è caratteristica intrinseca dell'azione stessa. Prova del fatto che si tratta di due strumenti diversi si ritrova nell'art. 127-*sexies* TUF, che esclude, per le sole società quotate, la possibilità di emettere azioni a voto plurimo ai sensi dell'articolo 2351 c.c., salvando però, da un lato, caratteristiche e diritti di quelle eventualmente già esistenti, in quanto emesse anteriormente all'inizio delle negoziazioni nel mercato regolamentato, ed eccezionalmente consentendo, dall'altro, l'emissione di azioni a voto plurimo con le medesime caratteristiche e diritti di quelle già esistenti in caso di aumenti di capitale, fusioni e scissioni (con il fine di poter mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni).

Occupandosi delle differenze che ancora residuano tra gli strumenti a disposizione delle società in ragione della loro scelta di negoziare i propri titoli su di un mercato regolamento o meno, appare altresì utile ricordare che la possibilità generalizzata di emettere azioni prive del diritto di voto è molto più risalente per le società quotate che per le chiuse: se, infatti, per queste ultime la norma facoltizzante è introdotta solo con la Riforma del 2003 (salva l'ipotesi eccezionale delle azioni di godimento *ex art.* 2353 c.c., che però sono strumentalmente attribuite ai soli possessori delle azioni rimborsate), per le società con titoli negoziati su mercati regolamentati, già con la L. 7 giugno 1974, n. 216 venivano introdotte nell'ordinamento italiano le c.d. azioni di risparmio. Detti titoli, la cui disciplina è oggi trasfusa negli artt. 145 ss. TUF, a fronte della totale privazione del diritto di voto devono, però, essere necessariamente dotati di un privilegio di natura patrimoniale, a differenza di quanto è oggi previsto per le società chiuse, che non hanno alcun obbligo di garantire contropartite patrimoniali nel caso di menomazioni di natura amministrativa. In ragione di questa differenza, la dottrina si divide tra chi ritiene che le società quotate non possano emettere azioni prive del diritto di voto, se non in conformità con le regole di cui agli artt. 145 ss. TUF (cfr. A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., 1301; E. DESANA, *Le azioni e il diritto di voto*, in *Il nuovo diritto societario. Profili civilistici, processuali concorsuali, fiscali e penali*, vol. I, a cura di S. Ambrosini, Torino, 2005, 119; N. ABRIANI, *Sub art. 2351 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2004, 320; U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2007, 979) e chi, invece, ritiene che accanto alle azioni di risparmio tipizzate dal Testo unico della Finanza, le società quotate possano avvalersi di tutti gli istituti

Nel novero delle summenzionate possibili declinazioni del diritto di voto, particolare interesse desta la categoria, ad oggi largamente inesplorata, del voto sottoposto a condizione: in ragione della sua estrema versatilità (di cui si avrà modo di dare ampiamente conto nello svolgimento del presente lavoro), che lo pone, tra l'altro, in posizione intermedia tra l'opzione della totale privazione del diritto di voto e quella del riconoscimento di un voto pieno, lo strumento pare potersi ritenere l'espressione più compiuta dell'estesa autonomia privata concessa dal legislatore in materia<sup>6</sup>. Esso, infatti, si presenta del tutto peculiare rispetto a tutte le altre fattispecie di attribuzione del diritto di voto in misura non proporzionale: se, infatti, un'azione senza voto, così come un'azione a voto plurimo, nascono, si trasferiscono (e si estinguono) mantenendo sempre la stessa natura e rimanendo, quindi, rispettivamente, prive del voto o dotate di voto potenziato, l'azione a voto condizionato può, invece, nel corso della sua esistenza, essere soggetta a mutamenti in punto di spettanza e misura del diritto di voto, senza che la sua qualificazione ne risulti modificata.

I risultati di una ricerca volta ad indagare disciplina, potenzialità e prospettive dello strumento del condizionamento del diritto di voto potrebbero, allora, rivelare diversi profili di interesse. Anzitutto, nel contesto "liberale" sopra descritto, esso appare particolarmente adeguato alle esigenze che le società, che abbiano inizialmente emesso titoli azionari diversificati in punto di diritti, possano avvertire di eliminare dette differenze che, nel tempo, si rivelino non più convenienti alla luce di mutate condizioni economiche dell'emittente o, più in generale, delle situazioni di

---

previsti dal Codice Civile e, quindi, anche emettere azioni prive sia del diritto di voto che di qualsivoglia privilegio patrimoniale (cfr. M. CIVITELLI, *La riforma delle società di capitali e le azioni di risparmio*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 506 ss.; M. MAUGERI, *Azioni di risparmio e assemblee di categoria: prime note sul coordinamento tra t.u.f. e nuovo diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 1294 ss.; C.F. GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, Milano, 2004, 184 ss.; A. ANGELILLIS, M.L. VITALI, *Sub art. 2351 c.c.*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 417 ss.; G. MIGNONE, *Le azioni di risparmio nel nuovo diritto societario*, Napoli, 2013, 125 ss.).

<sup>6</sup> Cfr. G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 72.

mercato<sup>7</sup>. Ancora, in prospettiva sistematica, non sembra improprio affermare che ogni tipologia di voto non proporzionale “non originaria”<sup>8</sup>, sia essa realizzata per il tramite di un diritto “speciale” attribuito ad una categoria di azioni o mediante applicazione in maniera uniforme a tutto il capitale sociale, può essere ricondotta allo schema del voto condizionato. Infine, le multiformi declinazioni che esso può assumere appaiono foriere di spunti utili al servizio di un’interpretazione più coerente, inclusiva ed estensiva non solo di norme specifiche, ma anche di taluni principi generali del diritto societario, primo tra tutti quello di uguaglianza enunciato all’art. 2348 c.c.<sup>9</sup>.

Sulla base di dette considerazioni, la presente ricerca ambisce, dunque, a rispondere a tre distinti (ma tra loro consequenziali) interrogativi sul tema, al fine di tracciare, in maniera quanto più coerente ed esauriente possibile, i contorni dell’istituto oggetto di indagine.

Una volta delineati i tratti ed i confini di ciò che si può includere nella fattispecie di “condizione applicata al voto”, dunque, ci si domanderà, in primo luogo, se vi siano dei limiti, espressi da precise disposizioni di legge o insiti nel sistema societario, che possano costituire un argine alla libertà concessa all’autonomia privata nella costruzione e nella determinazione del contenuto della condizione; chiarite le linee direttrici entro le quali la fattispecie tipica del condizionamento del

---

<sup>7</sup> La stessa considerazione è proposta da G. DI CECCO, *Convertibilità e conversione dei titoli azionari*, Milano, 2012, 27 per quanto riguarda l’istituto della convertibilità statutaria che, appunto, consentirebbe un’immediata modificabilità dei diritti incorporati nei titoli in circolazione, senza necessità di agire sul capitale sociale dell’emittente; il medesimo meccanismo opera, limitatamente al diritto di voto, nel caso in cui il suo mutamento nel corso della vita della società sia subordinato al verificarsi di un evento condizionante.

<sup>8</sup> Con l’espressione “non originaria” si intende, appunto, riferirsi a qualsiasi situazione in cui l’azione non nasca stabilmente ed immutabilmente caratterizzata da un diritto di voto non proporzionale all’investimento (come accade, invece, nel caso di azioni senza voto o di azioni a voto plurimo). Per ulteriori chiarimenti sul punto, si rimanda al successivo par. 1.2. relativo all’estensione della fattispecie di cui questa ricerca si occupa.

<sup>9</sup> Del tema si tratterà approfonditamente nel par. 2 del cap. I.

voto si deve mantenere, si provvederà ad indagarne il contenuto atipico<sup>10</sup>, al fine di stabilire a quali legittimi obiettivi essa possa essere preordinata, specie nell'ottica dell'adeguamento degli assetti proprietari alle diverse e peculiari esigenze ed interessi potenzialmente sottesi ad ogni impresa costituita in forma societaria; infine, si passeranno in rassegna le implicazioni disciplinari e i relativi problemi applicativi che possono derivare dal concreto inserimento in statuto dello strumento del voto condizionato.

La trattazione del tema sarà svolta osservando, come punto di partenza, il sistema della società per azioni c.d. chiusa, anzitutto perché (appare persino banale considerarlo) l'istituto del voto sottoposto a condizione è disciplinato nel *corpus* normativo dedicato a questo tipo sociale, che notoriamente costituisce il modello di riferimento per la regolamentazione applicabile a tutte le altre società di capitali, ove non diversamente previsto<sup>11</sup>: antecedente logico di tale scelta legislativa risiede nella considerazione secondo cui la società per azioni pareva, almeno originariamente, incarnare il modello organizzativo più idoneo a dare attuazione alla finalità di raccogliere e destinare capitale di rischio e di debito per l'esercizio di attività d'impresa e, sulla base di efficienti regole di *governance*, a realizzare lo scopo lucrativo dei soggetti che dette risorse economiche conferivano al fine di partecipare ai risultati dell'attività. Non ci si potrà, tuttavia, esimere dal tenere in considerazione anche i casi in cui una s.p.a. compia la diversa scelta di quotare le proprie azioni in un mercato regolamentato in quanto, in ragione delle sue caratteristiche di estrema

---

<sup>10</sup> La felice espressione "fattispecie tipica a contenuto atipico" è dovuta a G.B. PORTALE, *Tra "deregulation" e crisi del diritto azionario comunitario*, in AA.VV., *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, 374 ss., ed utilizzata per riferirsi a tutti quegli istituti nominalmente previsti dalla norma di legge, la quale lascia poi alle parti estrema libertà nella determinazione del loro contenuto.

<sup>11</sup> Occorre segnalare in questa sede che, se fino a poco tempo fa detta disciplina costitutiva un *unicum*, le più recenti riforme relative a tutte le S.r.l.-Pmi, contenute nel D.l. 50/2017, nella L. 96/2017 e nel D.lgs. 129/2017, riproducono di fatto il testo dell'art. 2351 c.c., consentendo anche a queste tipologie societarie di suddividere il loro capitale in categorie di quote standardizzate e caratterizzate dall'attribuzione di "diritti diversi", tra cui, appunto, un diritto di voto sotto o sopra proporzionale, nella forma del voto sottoposto a condizione non meramente potestativa.

duttività, quello del voto sottoposto a condizione appare strumento particolarmente idoneo a rispondere anche a peculiari interessi che possono sorgere proprio in funzione dell'inserimento della società nella dinamica del mercato quotato.

Non potendo, poi, trascurare la dimensione globale oggi assunta dal mercato finanziario e societario, il metodo della comparazione con altri ordinamenti si rivelerà, altresì, efficace strumento di ausilio all'interpretazione di principi e allo sviluppo di regole quanto più possibile coerenti e precise, utili, tra l'altro, a favorire la diffusione e l'utilizzo di un istituto che appare adattarsi al soddisfacimento di molteplici legittimi interessi: gli ordinamenti che si terranno in principale considerazione saranno, in primo luogo, quello statunitense, che, in ragione del precoce e vivace sviluppo dei suoi mercati, ha costituito tradizionale punto di riferimento per lo sviluppo della dottrina in materia societaria; in secondo luogo, tornando nel vecchio continente, i sistemi francese e tedesco paiono rappresentare i più utili termini di confronto non solo per la primaria rilevanza che occupano nel mercato europeo, ma anche a causa della somiglianza in punto, da un lato, di regolamentazione legislativa e, dall'altro, di struttura proprietaria delle società, al nostro ordinamento<sup>12</sup>.

---

<sup>12</sup> Tenendo conto di ciò, appare sin d'ora utile fornire, per sommi capi, come si è fatto in apertura di questo paragrafo per il sistema italiano, una panoramica delle regole in materia di diritto di voto attribuibile alle azioni che sono attualmente adottate dagli ordinamenti selezionati per la comparazione: dalla conoscenza dell'impianto normativo generale di ciascun sistema non si può, infatti, prescindere se si vogliono comprendere le ragioni dei punti di contatto e di differenza che, nel prosieguo della ricerca, saranno indicati come utili strumenti di soluzione degli interrogativi cui via via si tenterà di rispondere.

Così, in Francia, l'art. L. 225-122 del *Code de Commerce* stabilisce che il diritto di voto è proporzionale alla quota di capitale sottoscritta (*principe de proportionnalité*) e che ciascuna azione dà, quindi, diritto ad un voto; tutte le clausole contrarie devono considerarsi non apposte. Il successivo art. 225-123, però, consente che un diritto di voto doppio possa essere attribuito ad azioni nominative che siano state di titolarità del medesimo azionista per almeno due anni e che, in caso di aumento di capitale gratuito, agli azionisti titolari del beneficio siano assegnate gratuitamente nuove azioni con il medesimo privilegio del voto doppio; in particolare, poi, il terzo comma, come modificato in seguito alla *Loi Florange* (L. 384 del 29 marzo 2014), specifica che tale modello di "*loyalty share*" (per cui un voto maggiorato è attribuito all'azionista che sia rimasto "fedele" alla società per almeno due

---

anni) diviene regola di *default* nelle società con azioni ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati (dove il problema dello *short-termism* è senz'altro più sentito), salvo espresso *opt-out* degli statuti. Sulla base di questa considerazione, si ritiene, dunque, che un voto sovraproporzionale sia ammissibile nell'ordinamento francese solo con queste modalità e non, invece, nella forma del voto plurimo originariamente attribuito alle azioni (come nel nostrano art. 2351 c.c.). Il sistema, così costruito, conduce, pertanto, la dottrina a distinguere tra *actions ordinaires* e *actions de préférence* (art. L. 228-11), le quali permettono di tenere conto dell'esistenza di esigenze diverse e, per quanto qui ci occupa, dell'interesse al solo investimento e non alla partecipazione alla gestione: le *actions de préférence* non devono, dunque, rispettare alcun principio di eguaglianza e la libertà concessa agli operatori nella determinazione del loro contenuto è molto ampia, con il solo limite del rispetto delle regole d'ordine pubblico del diritto delle società, quali, in particolare, il divieto di patto leonino. Tra queste azioni, quelle non dotate di diritto di voto non possono superare il quarto del capitale sociale nelle società quotate e il limite della metà del capitale sociale nelle chiuse (anche se, in realtà, con la recentissima *Loi Pacte*, L. 486 del 22 maggio 2019, la possibilità di emettere azioni prive del diritto di voto è stata percentualmente innalzata dal 50% al 75%), e ciò vale anche per tutti i titoli temporaneamente privi del diritto di voto, proprio perché la *ratio* dichiarata è evitare una troppo grande misura dello scostamento dal principio di proporzionalità tra potere e rischio; la legge francese specifica, poi, anche il rimedio (che è di fatto adottato, anche se non espressamente previsto dalla legge nel nostro ordinamento) per i casi di violazione di detti limiti quantitativi, ossia che le azioni in eccedenza *possono* essere annullate. Appare sin d'ora rilevante far notare che l'espressione, in termini di facoltà e non di obbligo, dovrebbe far propendere per la soluzione secondo cui l'annullamento sarebbe facoltativo e il giudice potrebbe anche non pronunciarlo, qualora ritenesse che l'interesse sociale non sia compromesso o quando la privazione del diritto di voto sia solo temporanea. Infine, anche nell'ordinamento francese, a fronte della privazione del diritto di voto, non è necessaria una contropartita di natura patrimoniale, anche se la dottrina ritiene che, chiamandosi le azioni che si discostano dal modello ordinario "*actions de préférence*", esse debbano avere almeno un qualche privilegio, che non dovrà, però, essere per forza di natura economica, ma potrà concretarsi anche, ad esempio, nell'attribuzione di un diritto di informazione rafforzato o nel diritto di nominare alcuni membri degli organi sociali. L'art. L. 225-125 prevede, poi, la possibilità di apporre limiti di voto in ragione della percentuale di capitale posseduta, disponendo appunto che gli statuti possono limitare il numero di voti attribuibile ad ogni azionista, purchè detta limitazione sia imposta a tutte le azioni senza alcuna distinzione di categoria. In dottrina, per tutti cfr. J. MESTRE, D. VELARDOCCHIO, A. MESTRE-CHAMI, *Lamy sociétés commerciales*, Parigi, 2016, 2216 ss.; M. GERMAIN, V. MAGNIER, *Les sociétés commerciales*, Issy-Les-Moulineaux, 2017, 369 ss.; D. LEGEAIS, *Droit commercial et des affaires*, Parigi, 2018, 322 ss.

Se, dunque, il sistema francese appare largamente sovrapponibile a quello italiano, il sistema tedesco pare ammantato di maggiore rigidità. Infatti, il § 11 dell'*Aktiengesetz* consente di creare classi di azioni che possono conferire ai propri titolari diritti diversi, in particolare con riguardo alla distribuzione degli utili e che le azioni che conferiscono uguali diritti

---

appartengono alla stessa classe; il successivo § 12 fornisce, invece, una disciplina specifica per il diritto di voto, disponendo che ogni azione conferisce un voto, che le *preferred shares* (*Vorzugsaktien*) che non conferiscono diritto di voto devono essere emesse nei limiti dettati dalla legge e che è, invece, vietata l'emissione di azioni a voto plurimo. Così, in primo luogo, il § 53a impone, anche per le società chiuse (mentre nel sistema italiano un simile obbligo è esplicitamente prescritto per le sole società quotate dall'art. 92 TUF), il rispetto del principio di parità di trattamento (*Gleichbehandlung*) degli azionisti che si trovino in identiche condizioni. Successivamente, sono invece disciplinate le uniche deviazioni consentite rispetto al principio proporzionale *one share-one vote*: il § 134 ammette la possibilità di porre un limite al numero di voti che ogni azionista può esprimere mediante la previsione di tetti di voto o l'utilizzo del meccanismo del voto scalare, e specifica che non è possibile imporre dette limitazioni ad un azionista in particolare (e così, pertanto, queste non paiono nemmeno poter costituire il "diritto particolare" attribuito ad una sola classe di azioni); il § 139, poi, disciplina le "azioni privilegiate senza diritto di voto" (*Vorzugsaktien ohne Stimmrecht*) che, a fronte della privazione del voto, debbono avere un privilegio, sia esso attribuito nella forma di una distribuzione anticipata del dividendo o di una sua maggiorazione, disponendo altresì che non possano rappresentare più della metà del capitale sociale; il successivo § 140, prevede, poi, che, se il privilegio non è corrisposto agli azionisti senza voto cui spetta, in capo ad essi rinascerà momentaneamente un diritto di voto, fintanto che la società non adempia all'obbligo di corresponsione: in questo caso, le azioni saranno conteggiate nelle maggioranze richieste per la formazione e la deliberazione dell'assemblea, senza che, però, le azioni cambino categoria. In dottrina, cfr. esemplificativamente B. DAUNER-LIEB, Sub § 11-12, in *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, vol. 1, a cura di W. Zöllner, U. Noack, Köln, 2011, 116 ss.; K. HEIDER, Sub § 11-12, in *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, vol. 1, a cura di W. Goette, M. Habersack, Monaco, 2019, 328 ss.; C. GÖTZE, Sub § 53a, in *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, vol. 1, a cura di W. Goette, M. Habersack, Monaco, 2019, 1326 ss.; T. TRÖGER, Sub § 134, in *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, vol. 3/1, a cura di W. Zöllner, U. Noack, Köln, 2017, 138 ss.; M. ARNOLD, Sub § 134 e 139-141, in *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, vol. 3, a cura di W. Goette, M. Habersack, Monaco, 2018, 882 ss.

Per quanto, infine, concerne gli Stati Uniti, occorre anzitutto precisare che, come noto, la legislazione è costituita da standard minimi dettati dalla legge federale, mentre normative più specifiche sono poi previste da ogni singolo stato: in questa sede si prenderanno, allora, in considerazione le regole dettate dal *Model Business Corporation Act*, ossia un modello di legislazione societaria predisposto dal *Committee on Corporate Laws* dell'*American Bar Association*, adottato da 24 stati, e dalla legislazione dello stato del *Delaware* (che, a partire dal XX secolo, è lo stato in cui si sono incorporate la gran parte delle *companies* statunitensi in ragione della sua legislazione societaria particolarmente favorevole, anche sotto il profilo fiscale, e della conseguente particolare specializzazione delle Corti e dei professionisti). Questi sistemi di regole, che appaiono estremamente liberali, i) consentono la creazione per via statutaria di categorie di azioni con diversi diritti; ii) dispongono che, a fronte di ciò, ci sia almeno una categoria che detenga diritto di voto pieno e una che sia titolata a ricevere i beni della società alla sua liquidazione; iii) prevedono, altresì, che alle azioni, per quanto

## 1.1. L'origine della norma.

Per dare risposta agli interrogativi oggetto di studio e, nella specie, per determinare entro quali limiti (qualora ne esistano) l'autonomia statutaria possa muoversi nella costruzione del contenuto della condizione, appare utile prendere in considerazione in primo luogo i testi della legge delega e dei lavori preparatori della riforma societaria del 2003, al fine di indagare quali siano state le finalità che hanno guidato il legislatore nella previsione di una disciplina del diritto di voto così liberale e fortemente innovativa rispetto a quella previgente.

Anzitutto, la Legge delega 3 ottobre 2001, n. 366, all' art. 4, c. 5, lett. a) afferma che la riforma è diretta a «*dettare una disciplina dei conferimenti tale da consentire l'acquisizione di ogni elemento utile per il proficuo svolgimento dell'impresa sociale, a condizione che sia garantita l'effettiva formazione del capitale sociale*» e a «*consentire ai soci di regolare l'incidenza delle rispettive partecipazioni sociali sulla base di scelte contrattuali; [...]*».

Nella Relazione alla Legge delega, poi, facendo generale riferimento al *corpus* normativo che regola il tipo "società per azioni", si precisa che *ivi* sono dettati «*principi e criteri direttivi volti alla previsione di un modello di base unitario e [di] regole specifiche per il ricorso al mercato dei capitali*» e che sono, quindi, previsti «*un ampliamento dell'autonomia statutaria*» ed «*un assetto organizzativo tale da garantire efficienza e correttezza nella gestione dell'impresa sociale [...]*».

Il risultato di tale delega legislativa si è tradotto nella promulgazione del D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, che riscrive, di fatto, le norme del Codice Civile dedicate al

---

riguarda i diritti amministrativi, possano essere assegnati diritti di voto multipli o frazionati, speciali, *condizionati*, limitati o del tutto nulli (senza alcun limite quantitativo definito) e che l'assegnazione dei diritti spettanti alle azioni possa dipendere anche da fatti "estrinseci" oggettivamente accertabili (è il caso in cui, ad esempio, la corresponsione del dividendo dipenda da un indice esterno es. di borsa o, comunque, da un evento "esterno" alla società); addirittura, il voto può variare a seconda del proprietario del titolo (così, ad esempio, è possibile prevedere che solo una banca, al superamento di una data percentuale di capitale, non possa votare). Per tutti cfr. AA.VV., *Sub. Sect. 6.01, in Model Business Corporation Act*, a cura di American Bar Association, Corporate Laws Committee, Chicago, 2016, 6-1 ss.; J. R. MACEY, *Macey on Corporation Laws (Model Business Corporation Act, Delaware's General Corporation Law, ALI's Principles on Corporate Governance)*, vol. II, New York, 1998, 12-3 ss.

diritto delle società e, per quel che qui interessa, l'art. 2351 c.c. relativo alle possibili articolazioni del diritto di voto: la norma così formulata si ritrova, a tutt'oggi, pressoché immutata, eccetto che per l'emendamento del comma 4, intervenuto nel 2014 ad elidere (anche) il divieto di voto plurimo.

Ancora, il commento alla norma fornito nella Relazione al decreto delegato chiarisce che il suo criterio informatore è quello di garantire e potenziare «*la libertà dell'autonomia statutaria nel determinare ed articolare il contenuto dei diritti conferiti alle categorie di azioni*» e che, conseguentemente, «*viene perseguito l'obiettivo di ampliare gli strumenti disponibili alle società per attingere a fonti di finanziamento e viene dato ampio spazio alla creatività degli operatori nell'elaborazione di forme adeguate alla situazione di mercato*»; consacra, infine, il non scritto (ma indiscusso) principio di atipicità, affermando che rimane «*naturalmente salva la possibilità di elaborare nuove forme di categorie di azioni rispetto a quelle già riconosciute dalla pratica.*».

Insomma, il sistema che scaturisce dall'attuazione della delega e dalle ulteriori riforme che in anni recenti si sono avvicendate, spingendosi ancor oltre nel solco di quella dichiarata tendenza "permissiva", risulta essere, ad oggi, uno tra i più liberali in Europa, arrivando sorprendentemente ad essere accostabile, in termini di assenza di limiti all'autonomia privata, al modello americano<sup>13</sup>.

## **1.2. L'esegesi della norma e l'estensione della fattispecie.**

Fatta questa premessa, giova anzitutto intendersi sull'ampiezza dell'oggetto dell'indagine e, quindi, su cosa debba essere compreso nel concetto di condizione apposta al diritto di voto spettante ai soci di una società per azioni.

A tal proposito, infatti, mentre lo scarno disposto normativo appare contemplare un più ridotto ventaglio di possibilità, circoscritto di fatto alla possibilità di creare una categoria di azioni, inizialmente prive del voto, che possano acquistarlo (nella misura di un voto per azione), al realizzarsi di una condizione che deve essere,

---

<sup>13</sup> Sul confronto generale tra sistema societario italiano ed americano, e sulla tendenziale rigidità normativa del primo a fronte dell'approccio liberale del secondo cfr. L. ENRIQUES, *US and Italian Corporate Law: Faraway, so Close (Diritto societario statunitense e diritto societario italiano: In weiter Ferne, so nah)*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 274 ss.

quindi, qualificata come sospensiva, il lavoro dell'interprete conduce ad ampliare facilmente l'area di operatività dell'istituto.

Anzitutto, dunque, si osserva che il comma 2 dell'art. 2351 c.c. si riferisce alla sola facoltà, concessa all'autonomia statutaria, di attribuire diritti diversi a talune azioni, che saranno quindi qualificate come appartenenti ad una "categoria speciale" proprio in quanto titoli le cui attribuzioni in termini di diritti differiscono da quelle delle azioni ordinarie<sup>14</sup>: fuor di dubbio, quindi, secondo la portata letterale della norma, gli operatori saranno in primo luogo liberi di creare azioni di categoria dotate di diritti diversi da quelle ordinarie, la cui peculiarità risieda, appunto, nell'attribuzione del diritto di voto solo al verificarsi di un determinato evento dedotto in condizione. Nulla appare, però, vietare che una condizione relativa al diritto di voto sia apposta in maniera eguale a tutti i titoli azionari emessi dalla società, diventando così caratteristica peculiare di tutte le azioni ordinarie<sup>15</sup>; anzi, un esempio specifico in questo senso è previsto direttamente dalla legge per le società quotate ed è rappresentato dall'istituto delle azioni a voto maggiorato *ex art. 127-quinquies* TUF, recentemente introdotte nel nostro ordinamento con il già menzionato D.l. 91/2014, a prevedere un meccanismo di tipo "premiare" che, se adottato dagli statuti, prevede l'attribuzione ad ogni azione di un diritto di voto doppio, a fronte del possesso continuativo del titolo per almeno ventiquattro mesi. Riservando al prosieguo del lavoro un'analisi più approfondita dell'istituto, giova sin d'ora ricordare che la dottrina, nei primi commenti alla novella legislativa, si è premurata di far notare che, appunto, tali azioni a voto maggiorato non costituiscono categoria ai sensi dell'art. 2348 c.c., proprio in ragione del fatto che l'evento che fa scattare la

---

<sup>14</sup> Tale interpretazione pare peraltro essere confermata dalla già citata Relazione al Decreto legislativo 6/2003. Della stessa opinione pare essere in dottrina G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 20.

<sup>15</sup> Del resto, non vi è, in dottrina, chi non faccia notare (specie alla luce delle amplissime possibilità di cui dispone l'autonomia statutaria in seguito alla riforma del 2003) che, perché siano qualificate come ordinarie, non è necessario che i diritti attribuiti alle azioni corrispondano con quelli previsti di *default* dalla norma dispositiva. Per tutti cfr. M. NOTARI, *Sub art. 2348 c.c.*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 159 ss.

maggiorazione riguarda in maniera indistinta tutte le azioni<sup>16</sup>.

Questo medesimo esempio, poi, consente di ampliare ulteriormente l'area di operatività dell'istituto, considerato che, se il dettato normativo di cui all'art. 2351, c. 2 c.c. appare riferirsi ad ipotesi di voto depotenziato<sup>17</sup>, è pure possibile che la condizione consenta, al realizzarsi dell'evento di volta in volta dedotto nella clausola statutaria, che azioni (siano esse ordinarie o di categoria), cui già spettava un voto pieno, vengano ad essere dotate di un diritto di voto in qualche misura aumentato, nel rispetto del limite di tre voti per azione imposto dal novellato comma 4 dell'art. 2351 c.c. per le società chiuse e di due voti per azione, ai sensi dell'art. 127-*quinquies* TUF, per quanto invece concerne le s.p.a. quotate<sup>18</sup>.

A ben vedere, vi è pure un'altra fattispecie direttamente prevista dalla legge che, ponendosi nell'ottica, proposta in apertura del lavoro, di inclusione di ogni forma di voto non proporzionale "non originario" nel modello generale del voto condizionato, può essere considerata una peculiare forma "tipica" di condizione applicata al voto in maniera eguale per tutto il capitale: ci si riferisce agli istituti del tetto di voto e del voto scaglionato di cui al comma 3 dell'art. 2351 c.c., in base ai quali è possibile, rispettivamente, imporre delle limitazioni tali per cui, al raggiungimento di una data soglia percentuale di capitale sociale, le azioni in eccedenza perdano il diritto di voto oppure predisporre degli scaglioni, in corrispondenza dei quali il voto assumerà un peso diverso (così, ad esempio, si potrà prevedere che ogni azionista goda di un voto pieno per le azioni che rappresentino sino al 10% di capitale sociale; per quelle che si

---

<sup>16</sup> La stessa legge, al comma 5 dell'art. 127-*quinquies* TUF, precisa che «[l]e azioni cui si applica il beneficio previsto dal comma 1 non costituiscono una categoria speciale di azioni ai sensi dell'articolo 2348 del codice civile.».

Per considerazioni più approfondite sul punto, si rimanda *infra* al cap. II, par. 2.1.

<sup>17</sup> Tale circostanza dipende, evidentemente, dal fatto che, nel momento in cui il legislatore ha introdotto la possibilità di sottoporre il diritto di voto a condizione, vigeva ancora il divieto di voto plurimo: e così, il secondo comma dell'art. 2351 c.c., nel tipizzare alcune ipotesi di voto depotenziato, con particolare riferimento a quello condizionato, configurava l'ipotesi di azioni momentaneamente prive del diritto di voto, che avrebbero potuto acquistarlo al verificarsi della condizione.

<sup>18</sup> Per le considerazioni relative alle differenze tra queste due ipotesi di attribuzione del voto in maniera più che proporzionale si veda *supra* nt. 5.

situano tra il 10% e il 20%, solo di un voto ogni due azioni; per quelle oltre il 20%, di un voto ogni tre, e così via).

Occorre, *in primis*, precisare, in questa sede, come la recente riforma del 2014 abbia inciso anche sull'applicabilità e le possibilità di impiego di detti istituti: anzitutto, se prima dell'entrata in vigore del D.l. 91/2014 si riteneva che l'utilizzo del meccanismo dello scaglionamento del voto non potesse mai tradursi e risultare nell'attribuzione di un voto sovrapporzionale, in quanto avrebbe violato l'allora vigente divieto di voto plurimo, oggi, anche in ragione della caducazione di detto divieto, tale preclusione deve certamente ritenersi superata; in secondo luogo, come già si è avuto modo di considerare, sul punto non residua più alcuna distinzione tra società per azioni chiuse e quotate, in quanto la riforma ha esteso anche a queste ultime la facoltà di valersi di questi meccanismi volti ad incidere sulle modalità di esercizio del voto<sup>19</sup>. In secondo luogo, il funzionamento di questi strumenti consente di avallare la conclusione, già raggiunta da numerosi interpreti, secondo la quale, pur essendo l'unica condizione disciplinata dalla lettera della norma una condizione sospensiva, nulla osta a che essa sia costruita anche, all'opposto, come risolutiva. Infatti, l'art. 2351, c. 2 c.c. include le azioni con voto subordinato al verificarsi di un evento tra le ipotesi di voto depotenziato, contemplando, dunque, una condizione che, rifacendosi alle partizioni generali del diritto civile, deve essere qualificata come

---

<sup>19</sup> Tradizionalmente si riteneva che l'utilizzo dei tetti di voto e il meccanismo del voto scalare dovessero ritenersi preclusi alle società con azioni quotate: da un lato, infatti, entrambi sono istituti che tendono a caratterizzare la partecipazione in senso eccessivamente personalistico e, dall'altro, sono evidentemente inadatti alla dinamica di mercato in cui si muove una società quotata, per via del fatto che la maggiore circolazione cui sono soggetti i suoi titoli condurrebbe al generarsi di maggioranze assembleari del tutto incerte e sempre estremamente variabili, non funzionali in senso assoluto all'esercizio dell'impresa. Ponendosi tali considerazioni su un piano di contrasto strutturale con la funzionalità stessa del modello della società aperta, e non essendo, dunque, unicamente legate alle istanze di permanenza della contendibilità del controllo, da esse si faceva poi discendere l'opinione secondo cui qualsiasi limitazione del voto, pure non tipica e quindi non legata alle soglie di possesso azionario, ma applicata a tutto il capitale, fosse da ritenersi vietata anche nel caso in cui non avesse alcuna possibilità di incidere sul mercato del ricambio del controllo. Per una trattazione più approfondita del tema, cfr. G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 192.

sospensiva: in altre parole, la società può emettere titoli azionari privi del diritto di voto, che lo acquisteranno al realizzarsi di un determinato evento; nessun indice, né normativo, né di sistema, appare però vietare la possibilità che, appunto, la condizione apposta al voto possa essere, viceversa, concepita come risolutiva: in questo caso, dunque, azioni alle quali, al pari di quelle ordinarie, spetta un voto pieno, oppure azioni alle quali sia stato attribuito un voto potenziato, potranno essere private di tale diritto (per perderlo totalmente o per tornare, invece, ad avere un solo voto) al verificarsi di una data condizione<sup>20</sup>.

Infine, occorre ancora tenere in considerazione il fatto che, agendo, tra l'altro, in questo caso, la condizione sulla spettanza e l'esercizio di un diritto e non, invece, sull'efficacia del contratto stesso (come, invece, avviene per la condizione disciplinata dagli artt. 1353 e ss. c.c. per il diritto generale dei contratti), nessuna obiezione sembra potersi opporre pure alla possibilità che la condizione sia, per così dire, "intermittente"<sup>21</sup>: e infatti, in dipendenza dalla struttura della clausola e dell'evento dedotto in condizione, potrà certo accadere che il socio titolare dell'azione acquisisca o perda il suo diritto di voto una volta per tutte, ma anche che, invece, detto evento possa verificarsi e venir meno più volte nel tempo e, pertanto, sarà necessario verificare di volta in volta la spettanza del diritto a votare in assemblea<sup>22</sup>.

Così chiarito il novero di possibilità che appaiono comprese nella categoria del voto sottoposto a condizione, ancor più evidenti appaiono i profili di interesse legati a questo istituto: rispetto, infatti, alle altre possibili limitazioni del diritto di voto, non

---

<sup>20</sup> Cfr. A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., 1294; L.M. BERTINI, *Le azioni a voto limitato, condizionato, contingentato e scaglionato*, in *Società e contratti, bilancio e revisione*, n. 5, 2018, 13; A. ANGELILLIS, M.L. VITALI, *Sub art. 2351 c.c.*, cit., 427; U. TOMBARI, *Sub art. 2351*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Milano, 2016, vol. I, 558.

<sup>21</sup> Cfr. nt. 20.

<sup>22</sup> Tale profilo appare estremamente rilevante in punto di disciplina applicabile alle fattispecie di condizionamento del voto: in particolare, esso incide sia sull'interrogativo relativo alla sorte del titolo al realizzarsi della condizione, dovendosi stabilire se esso si converte in azioni ordinaria o rimane azione a voto condizionato, sia sulla determinazione dei soggetti deputati e delle modalità di verifica dell'avveramento. Di tutti questi problemi ci si occuperà nella parte finale del lavoro, cfr. par. 3 e 5, cap. III.

solo esso può assumere più forme, ma introduce anche un elemento peculiare nello schema di attribuzione del diritto di voto stesso, diverso e ulteriore rispetto alla sua semplice spettanza o mancanza in ragione della qualità di socio<sup>23</sup>. Infatti, le più tradizionali *dual class shares structures* vedono normalmente la contrapposizione tra soci privi del diritto di voto (e, verosimilmente, con una maggiorazione sul dividendo), tendenzialmente interessati ad una mera operazione di investimento e, quindi, ai soli profili economici della partecipazione, e soci imprenditori, che detengono sostanzialmente il potere di voto in assemblea generale e lo esercitano in ragione del loro interesse e impegno nella conduzione dell'impresa sociale; l'istituto della condizione, invece, oltre che produrre una ripartizione di potere non stabile, permette di conferire importanza, nell'attribuzione dei diritti che competono al titolo azionario, ad ulteriori e peculiari interessi e caratteristiche, soggettive od oggettive, dei singoli soci che compongono la compagine, introducendo, quindi, nella struttura della società per azioni, spiccati elementi di personalizzazione, tradizionalmente prediletti nel diverso tipo sociale della società a responsabilità limitata<sup>24</sup>.

---

<sup>23</sup> G.P. La Sala, *Principio capitalistico*, cit., 18 ss.

<sup>24</sup> Tale affermazione sarà sottoposta a verifica nel prosieguo del lavoro, in particolare nel secondo capitolo, dedicato proprio alla rassegna dei molteplici interessi che possono essere soddisfatti dall'adozione di una struttura azionaria caratterizzata da condizionamenti imposti al diritto di voto. Vale, però, sin d'ora la pena di far rilevare che anche le azioni riscattabili, che si dimostreranno essere un istituto per certi versi assimilabile e contiguo, quanto a scopi e funzionamento, al mero condizionamento del solo diritto di voto, sono infatti considerate "strumento di personalizzazione" della s.p.a.: in questo senso, cfr. M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili ai sensi dell'art. 2437-sexies c.c.*, Tesi di dottorato di ricerca discussa all'Università di Brescia, 2007, 138 ss. e, in maniera più sfumata ID., *Le azioni riscattabili*, Milano, 2013, 200 ss.

Quanto al generale tema della progressiva "personalizzazione" della società per azioni, tradizionalmente invece caratterizzata dall'oggettività della proprietà azionaria, neutrale rispetto alle persone dei soci, cfr. F. GUERRERA, *La scissione tra proprietà e voto nella s.p.a.: doveri, abusi, rimedi*, in *Principio capitalistico. Quo vadis?*, Torino, 2016, 199; ID., *La responsabilità «deliberativa» nelle società di capitali*, Torino, 2004, 90 ss.; G.B. PORTALE, *Tra diritto dell'impresa e metamorfosi della s.p.a.*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, 133 ss.; ID., *Patti parasociali con «efficacia corporativa» nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2015, 1 ss. Secondo questi autori, la tendenza alla personalizzazione sarebbe ancor più spiccata nella s.p.a. quotata che, con meccanismi quali la maggiorazione del dividendo (art. 127-*quater* TUF) e del voto (art. 127-*quinquies*

**CAPITOLO PRIMO**  
**AUTONOMIA PRIVATA E LIMITI INDEROGABILI NELLA FORMULAZIONE**  
**DELLA CONDIZIONE.**

SOMMARIO: 1. Autonomia privata e limiti inderogabili: un approccio metodologico. – 2. Limiti esterni ed interessi meritevoli di tutela. – 2.1. Il principio *one share – one vote*. – 2.1.1. *Segue*. Il principio *one share – one vote* nella regolazione positiva. – 2.1.2. *Segue*. Il principio *one share – one vote* nella prospettiva dell'analisi economica del diritto. – 2.2. Il principio di uguaglianza e parità di trattamento. – 2.2.1. *Segue*. Il principio di uguaglianza nella fase “statica” di redazione del contratto sociale. – 2.2.2. *Segue*. Il principio di parità di trattamento nella fase “dinamica” di esecuzione del contratto sociale. – 3. Limiti interni. – 3.1. Il limite della mera potestatività. – 3.1.1. Mera potestatività nel diritto societario: le clausole di mero gradimento. – 3.1.2. Ricadute disciplinari. – 3.2. Il limite della metà del capitale sociale.

**1. Autonomia privata e limiti inderogabili: un approccio metodologico.**

Chiarite le tipologie di condizionamento del diritto di voto per cui si potranno ritenere validi le considerazioni ed i risultati della ricerca, si procederà ora ad indagare la presenza di eventuali limiti, espressi da precise disposizioni di legge o insiti nel sistema societario, che, nella già evidenziata ampia libertà degli operatori, risultino costituire un argine all'espressione dell'autonomia privata nel costruire la condizione e nell'articolarne il contenuto<sup>25</sup>.

Anzitutto, giova premettere che, sino a non molti anni fa, buona parte della più autorevole dottrina in materia si attestava su posizioni pressoché opposte all'attuale *favor* riconosciuto all'autonomia privata, ritenendo che le norme che concorrono a delineare i tipi societari ed il loro funzionamento fossero da qualificarsi come

---

TUF), conferisce rilevanza ad un aspetto del tutto personale e soggettivo, quale la durata dell'investimento.

<sup>25</sup> Adotta questo approccio, trattando del generale tema della libertà della società di creare categorie di azioni dal contenuto atipico, «nei limiti imposti dalla legge» (ex art. 2348, c. 2 c.c.), U. TOMBARI, Sub art. 2348 c.c., in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Milano, 2016, vol. I, 552.

imperative<sup>26</sup>: la ragione sottesa a tale presa di posizione si sostanziava nel fatto che, coinvolgendo l'uso dello strumento societario una moltitudine di attori, anche diversi dagli aderenti al contratto sociale, la normativa regolatrice della materia dovesse ritenersi perlopiù inderogabile, proprio in ragione della necessità di tutelare non solo soggetti quali i soci di minoranza e i creditori, che si trovano in diretto rapporto con l'ente, ma anche i terzi e, più in generale, l'interesse pubblico.

Tuttavia, il rapido e crescente sviluppo dei mercati e la parallela velocità delle modificazioni degli scenari economici ha inevitabilmente avuto un impatto riflesso anche sui fenomeni giuridici, costringendo gli ordinamenti sia a trovare nuove forme contrattuali che si adattassero alle rinnovate esigenze degli operatori di mercato, sia ad ampliare gli spazi all'interno dei quali l'autonomia negoziale di questi ultimi si potesse esplicare, permettendo agli stessi di costruire da loro i modelli più adatti allo svolgimento ed alla regolamentazione dei loro traffici.

La tendenza appena descritta si riscontra anche nel più ristretto campo oggetto della presente indagine: in ragione delle possibili deroghe ormai consentite, infatti, non pare si possa oggi negare che l'autonomia privata è valore preminente nella modulazione della struttura di voto e finanziaria della società, pur dovendosi essa dispiegare nei limiti della tipicità del modello di partenza.

Senza pretesa di voler esaurire la trattazione di un tema che richiederebbe autonoma considerazione, vale comunque la pena di specificare cosa si debba intendere in questa sede per "limite tipologico", anche in ragione del fatto che, a partire dalla riforma del 2003, le differenze e la rigidità delle caratteristiche strutturali di ogni tipologia societaria si sono via via affievolite ed ibridate le une con le altre<sup>27</sup>.

---

<sup>26</sup> D. GIORDANO, *Le limitazioni all'autonomia privata nelle società di capitali*, Milano, 2006, 16 ss.; P. MARCHETTI, *L'autonomia statutaria nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2000, 562 ss.; A. GAMBINO, *Verso la riforma della società per azioni non quotata*, in *Riv. soc.*, 1998, 1581 ss.; P. SPADA, *Autorità e libertà nel diritto della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1996, I, 703 ss.

<sup>27</sup> F. D'ALESSANDRO, «*La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata*». *Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2003, 41; N. DE LUCA, *Partecipazione «azionaria» e tipicità delle società di capitali*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, 867 ss.; S. FORTUNATO, *I principi ispiratori della riforma delle società di capitali*, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, III, 2, Milano, 2005, 2589 ss.; M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo*:

Come ben rileva un autore che si è specificamente occupato della questione<sup>28</sup>, la dottrina, nei fatti, non è mai stata in grado di identificare in modo certo gli elementi “tipologicamente individualizzanti” i tipi societari: vi è stato, infatti, chi li ha individuati nella responsabilità e nell’autonomia patrimoniale perfetta o imperfetta, chi nella personalità o standardizzazione della partecipazione, chi, ancora, nel particolare modo di atteggiarsi dell’istituto del capitale sociale. Bisognerebbe, pertanto, concludere che «i singoli tipi societari non sono tipi negoziali allo stesso modo in cui lo sono i singoli tipi contrattuali disciplinati nel titolo III del libro IV [del codice civile], [...] ma si esauriscono sul mero piano della disciplina» e che «in materia societaria bisognerebbe considerare cioè che le sub-fattispecie altro non sono che dei modelli organizzativi liberamente fruibili che operano sul mero piano della fattispecie.»<sup>29</sup>. Affermare ciò, però, non significa che non sia comunque possibile individuare, nella disciplina organizzativa di ogni tipo sociale, delle norme imperative (soprattutto di natura limitativa o proibitiva) o, più in generale, dei principi diretti ad evitare che l’autonomia privata finisca per contrastare con la corretta funzionalità dell’organismo societario: sarà, quindi, questa la direttrice alla luce della quale andranno lette tutte le considerazioni che, nel prosieguo, si svolgeranno riguardo alla presenza di eventuali limiti alla libera costruzione della struttura di voto nella società per azioni.

Così, pare potersi oggi concludere, quantomeno per quanto concerne la presente ricerca, che, nella pacifica vigenza del principio di atipicità delle categorie azionarie<sup>30</sup>, la più ampia libertà nella determinazione del loro contenuto deve essere garantita agli operatori, finché l’autonomia privata non entri in contrasto con un interesse o

---

noterelle sul tema, in *Giur. comm.*, 2015, I, 266; P. MONTALENTI, *Il diritto societario dai “tipi” ai “modelli”*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 420 ss.; L. SCHIUMA, *Le banche popolari e l’organizzazione cooperativa’ della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1996, II, 330 ss.

<sup>28</sup> D. GIORDANO, *Le limitazioni all’autonomia privata*, cit., 146 ss.

<sup>29</sup> Così si esprime proprio D. GIORDANO, in *Le limitazioni all’autonomia privata*, cit., 146 ss.; nello stesso senso si veda P. SPADA, *La tipicità delle società*, Padova, 1974, 92 e 435.

<sup>30</sup> Vd. *supra*, nt. 2.

norma di rilievo preminente<sup>31</sup>. E d'altronde, benchè non si possa negare che il sistema del diritto societario riformato abbia certamente ampliato in modo significativo tanto il potere della maggioranza assembleare, in generale, quanto, più in particolare, la libertà concessa all'autonomia statutaria nella determinazione del contenuto dei titoli azionari *ex art. 2348, c. 2 c.c.*, ciò non equivale certo ad affermare che tali prerogative siano illimitate ed incondizionate, né che detta libertà non incontri più alcuno di quei «*limiti imposti dalla legge*» che la norma di legge stessa richiama proprio a vincolo di tale autonomia<sup>32</sup>.

Da qui innanzi, si procederà, dunque, ad indagare l'attuale esistenza di limiti in qualche modo inderogabili<sup>33</sup>, siano essi espressamente contenuti in disposizioni di legge determinate o immanenti nel sistema della società per azioni.

## **2. Limiti esterni ed interessi meritevoli di tutela.**

Appare, dunque, sistematicamente utile prendere le mosse da un'indagine sull'esistenza di eventuali limiti, implicitamente contenuti nel sistema del diritto azionario e del diritto societario in generale, cui l'autonomia privata deve attenersi nell'elaborazione di regole speciali in tema di ripartizione del diritto di voto e, in particolare, nella formulazione del contenuto della condizione.

Gli elementi fondamentali che paiono, in quest'ambito, dover essere tenuti in considerazione sono due. In primo luogo, occorre concentrare l'attenzione sul principio capitalistico, non solo nella sua (ormai superata) cogenza, ma anche sotto il

---

<sup>31</sup> In tal senso, cfr. G. M. RIVOLTA, *Autonomia privata e strumenti per l'esercizio delle imprese minori*, in *Riv. soc.*, 2010, 1279 e 1286; G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 136 e nt. 89, secondo il quale, ad esempio, «*l'autonomia privata perde di legittimazione sostanziale in presenza di soluzioni che introducono elementi di incertezza nella prosecuzione dell'attività imprenditoriale*», la quale appare senz'altro poter essere considerata "interesse di rilievo preminente" rispetto alla libera esplicazione dell'autonomia statutaria.

<sup>32</sup> Sarà, dunque, compito dell'interprete, individuare i vincoli di sistema che costituiscono un argine all'autonomia privata. In questo senso, cfr. M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni, da parte della società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2003, 520; G. DI CECCO, *Convertibilità e conversione*, cit., 59.

<sup>33</sup> Sul punto cfr. F. CORSI, *Autonomia privata e norme imperative*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1985, 493 ss.

profilo della dubbia necessità, al fine di garantire la miglior funzionalità dello strumento societario, di adottare un sistema di perfetta proporzionalità tra il capitale di rischio investito e la possibilità di influenzare le scelte della società, che si declina, con specifico riguardo al diritto di voto, nel principio per cui ad ogni unità azionaria dovrebbe spettare uno (e un solo) voto: come si vedrà, infatti, la regola *one share-one vote* non è sempre la più adatta ad assicurare un efficiente andamento della società e la tutela degli interessi dei soci. In secondo luogo, si deve condurre un'indagine sul principio di parità di trattamento, che parrebbe trarre origine, per quanto qui interessa, nel principio di uguaglianza azionaria (pur relativa) di cui all'art. 2348 c.c.: in forza di questo principio, ci si dovrà dunque domandare se, oltre ad assegnare formalmente alle azioni appartenenti alla medesima categoria uguali diritti, sia necessario tutelare anche l'eguaglianza sostanziale tra i titolari di dette azioni e, in altre parole, evitare che il contenuto e il meccanismo secondo cui la condizione opera possano tradursi in una ingiustificata discriminazione tra soggetti che si trovino nella medesima situazione.

## **2.1. Il principio *one share - one vote*.**

Quando si discorre di principio capitalistico, si fa normalmente riferimento alla regola, che rappresenta il modello di *default* adottato da numerosi ordinamenti, secondo cui il potere di influenza sulla società attribuito al socio sottoscrittore dei suoi titoli azionari deve essere proporzionale al capitale che lo stesso ha deciso di investire (e rischiare) nell'attività d'impresa: detto principio di correlazione tra potere e rischio ha origine con la nascita del fenomeno capitalistico-societario stesso, essendo storicamente connaturato al modello della società di capitali e venendo, talora, ad essere identificato come suo carattere tipologico<sup>34</sup>. Nonostante la rigidità del principio inizialmente ricavabile da tutte le norme che di esso erano espressione,

---

<sup>34</sup> Per un *excursus* storico sulla nascita e la vigenza del principio, cfr. M. MAROCCHI, *Sull'attualità della correlazione tra potere e rischio nella s.p.a. riformata*, in *Contratto e impresa*, 2014, 221 ss.

e che facevano propendere per una sua tendenziale inderogabilità<sup>35</sup>, vi era già qualche voce che, pur nella vigenza delle disposizioni originarie incluse nel Codice del 1942, ne teorizzava, invece, la disponibilità<sup>36</sup>. In seguito alle varie riforme che negli anni hanno interessato le norme codicistiche che contribuivano alla salvaguardia ed al mantenimento del principio di proporzionalità, si è assistito, in tempi recenti, ad un suo progressivo e significativo sgretolamento: e, infatti, se ai sensi dell' art. 2346, c. 4, c.c., a ciascun socio è assegnato un numero di azioni proporzionale alla parte del capitale sociale sottoscritta e al conferimento effettuato, è pur vero che gli statuti potranno optare per una distribuzione non proporzionale di azioni<sup>37</sup>; se, poi, secondo l'art. 2348, c. 1, c.c., le azioni conferiscono ai loro possessori

---

<sup>35</sup> T. ASCARELLI, *Sui poteri della maggioranza nelle società per azioni ed alcuni loro limiti*, in *Riv. dir. comm.*, 1950, I, 190 ss.; G. FERRI, *Potere e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 35 ss.; A. GAMBINO, *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. comm.*, 1979, I, p. 379 ss.; P.G. JAEGER, *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. comm.*, 1979, I, 382; F. D'ALESSANDRO, *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giur. comm.*, 1990, I, 582; secondo M. MAROCCHI, *Sull'attualità della correlazione tra potere e rischio*, cit., 233, il principio di proporzionalità continua ancora oggi ad esistere e ad essere cogente, seppur in misura diversa dal passato, e ciò sarebbe dimostrato dalla perdurante presenza di un limite quantitativo imperativo all'emissione di azioni con voto depotenziato; quel che, allora, uscirebbe irrimediabilmente minato dalla riforma non sarebbe tanto il principio capitalistico-plutocratico in sé, quanto il più ristretto aspetto dell'equilibrio nella distribuzione dei diritti corporativi. Nello stesso senso cfr. E. BARCELLONA, *Rischio e potere nel diritto societario riformato fra golden quota di s.r.l. e strumenti finanziari di s.p.a.*, Torino, 2012; la medesima tesi è poi ripresa anche in ID., *Sub artt. 2351 c. 4 c.c. e 127-sexies TUF*, in *Le società per azioni*, vol. I, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Milano, 2016, 562 ed in ID., "Control enhancing mechanisms" e "governance" della società a responsabilità limitata: quali limiti all'autonomia privata?, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di M. Irrera, Torino, 2020, 489 ss.

<sup>36</sup> Già in epoca risalente, cfr. M. CASELLA, *Legittimità del voto a scalare nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1973, 426; F. DENOZZA, *Responsabilità dei soci e rischio d'impresa nelle società personali*, Milano, 1973, 239 ss. In anni più recenti, sulla disponibilità, se non addirittura residualità, del principio capitalistico si vedano U. TOMBARI, *Sub art. 2351 c.c.*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Milano, 2016, II, 559; M. Notari, *La proporzionalità tra rischio e potere nelle società di capitali: un «canone fundamentalissimo» o una regola suppletiva?*, in ODCC, 2016, 379 ss.

<sup>37</sup> Senza pretesa di completezza, per una trattazione dell'istituto ed, in particolare, della sua incidenza sullo "sgretolamento" del principio capitalistico (stante l'assenza di qualsiasi

uguali diritti ed, in particolare, per quanto riguarda i diritti amministrativi, ogni azione attribuisce il diritto a un voto in assemblea (art. 2351, c. 1, c.c.) e, quanto a quelli patrimoniali, ogni azione attribuisce il diritto a una parte proporzionale degli utili netti e del patrimonio netto risultante dalla liquidazione (art. 2350, c. 1, c.c.), la società sarà libera di assegnare detti diritti anche in misura diseguale e non proporzionale<sup>38</sup>.

---

limite quantitativo, che conduce, quindi, all'ammissibilità di un'assegnazione di azioni financo al socio che non effettui conferimento alcuno), si vedano G.A. RESCIO, *Distribuzione di azioni non proporzionale ai conferimenti effettuati dai soci di s.p.a.*, in AA.VV., *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di P. Benazzo, S. Patriarca, G. Presti, Milano, 2003, 107 ss.; F. MAGLIULO, *L'assegnazione di partecipazioni sociali in misura non proporzionale al conferimento*, in *Notariato*, 2003, 638 ss.; A. STAGNO D'ALCONTRES, *Sub art. 2346 c.c.*, in *Società di Capitali, Commentario*, a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 258 ss.; M. ONZA, *Partecipazione al capitale e partecipazione al rapporto sociale (appunti sulla derogabilità convenzionale della proporzione tra conferimento e quota)*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, II, 709 ss.; L. POMPONIO, *Contributo alla ricostruzione teorico-pratica delle assegnazioni di azioni e quote non proporzionali*, in *Società*, 2007, 1070 ss.; A. BERTOLOTTI, *Disposizioni generali sulle società*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, Torino, 2008, 121 ss.; P. GUIDA, *L'assegnazione di partecipazioni sociali in misura non proporzionale al conferimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 399 ss.; M. NOTARI, *Sub art. 2346, commi 1-5, c.c.*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 45; G. OLIVIERI, *Investimenti e finanziamenti nelle società di capitali*, Torino, 2008, 13; G. LO IACONO, G. MARCOZ, *Assegnazione non proporzionale e sottoscrizione di azioni di S.p.a.*, in *Riv. not.*, 2008, I, 307 ss.; F. CRIVELLARI, *L'assegnazione di azioni in misura non proporzionale ai conferimenti: profili operativi*, in *Riv. not.*, 2010, III, 1147 ss.; M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività d'impresa*, Milano, 2010, 117; A. PACIELLO, *La funzione normativa del capitale nominale*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, 22; M. LIBERTINI, A. MIRONE, P.M. SANFILIPPO, *Sub art. 2346 c.c.*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, Padova, 2010, 209 ss.; M. NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere nelle società di capitali: un «canone fondamentale» o una regola suppletiva?*, in *ODCC*, 2016, 390 ss.; F. ACCETTELLA, *L'assegnazione non proporzionale delle azioni*, Milano, 2018, 112 ss.

<sup>38</sup> Senza pretesa di completezza, si vedano F. PICONE, *Diritti diversi e categorie di azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 755 ss.; A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari*, cit., 1268 ss.; C.F. GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, cit.; F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni*, cit.; M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum di G.F. Campobasso*, a cura di P. Abbadessa, G.B. Portale, vol. 1, Torino, 2006, 591 ss.; M. ONZA, *Partecipazione al capitale e partecipazione al rapporto sociale (appunti sulla derogabilità convenzionale della proporzione tra conferimento e quota)*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, II, 709 ss.; U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2007, 965 ss.; ID.,

Lungi dal poter, in questa sede, approfondire tutte le deroghe al principio di proporzionalità, ci si concentrerà, per quanto qui ci occupa, sulla sua declinazione specificamente riguardante il diritto di voto, che si concreta nella regola secondo la quale ad ogni azione deve essere attribuito un voto o, usando la locuzione proposta dalla dottrina angloamericana, “one share-one vote”. Tale regola, della quale anche la dottrina nazionale si è ampiamente occupata<sup>39</sup>, costituisce, al pari del principio di proporzionalità, quella adottata di *default* dalla maggioranza degli ordinamenti, e anche da quello italiano. Il fatto che essa sia la regola che, in mancanza di diversa opzione da parte degli statuti, caratterizza il modello legale costruito dal legislatore, può certo spingere a pensare che sia quella che è stata ritenuta, in condizioni “normali”, la più efficiente, ma non implica anche che, in mancanza di una espressa

---

“Maggiorazione del dividendo” e “maggiorazione del voto”: verso uno “statuto normativo” per l’investitore di medio-lungo termine?, in *Principio capitalistico. Quo vadis?*, Torino, 2016, 179 ss.; A. COLAVOLPE, *Azioni e altri strumenti partecipativi nella S.p.A.*, Milano, 2010; A. SACCO GINEVRI, *L’attribuzione di diritti particolari agli azionisti di lungo termine in una prospettiva comparata*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 231 ss.

<sup>39</sup> Sul tema si vedano: A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., 1293; N. ABRIANI, *Sub art. 2351 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2004, 312 ss.; G. FERRARINI, «Un’azione-un voto»: un principio europeo?, in *Riv. soc.*, 2006, 24 ss.; ISS, SHERMAN & STERLING, ECGI, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, 2006, in [http://ec.europa.eu/commission/index\\_en](http://ec.europa.eu/commission/index_en); G. D’ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2007; A. POMELLI, *Rischio d’impresa e potere di voto nella società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 510 ss.; M. BIONE, *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 663 ss.; G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit.; E. BARCELLONA, *Rischio e potere nel diritto societario riformato*, cit., Torino, 2012; S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D’ERAMO, N. LINCiano, *La deviazione dal principio “un’azione – un voto” e le azioni a voto multiplo*, in *Quaderni giuridici Consob*, n. 5/2014, in [www.consob.it](http://www.consob.it); A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano, ma si ‘pesano’: superato il principio one share one vote con l’introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in *Società*, 2014, 1048 ss.; M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio ‘un’azione, un voto’: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Riv. not.*, 2014, 921 ss.; M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio*, cit., 266 ss.; M. VENTORUZZO, *Un’azione, un voto: un principio da abbandonare?*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 512 ss.; AA.VV., *Principio capitalistico. Quo vadis?*, a cura di F. Briolini, Torino, 2016; M. NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere*, cit.; AA.VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, a cura di U. Tombari, Torino, 2017; G. SANDRELLI, *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, Milano, 2017.

indicazione normativa in tal senso, essa sia anche inderogabile: numerose sono, infatti, ad oggi, le deviazioni dalla regola della corrispondenza tra numero di azioni e numero di voti espressamente consentite dalla legge.

### **2.1.1. Segue. Il principio *one share – one vote* nella regolazione positiva.**

La prima prospettiva che merita considerazione è certamente quella dell'analisi delle norme sulla base delle quali è tradizionalmente stata fondata la sussistenza della regola "un'azione-un voto" nel nostro ordinamento.

Al fine di meglio illustrare il contenuto di detto principio nella sua puntuale simmetria ed individuare le deroghe ad esso consentite, si usa scindere la regola in tre postulati. Il primo, "nessun voto senza azione", implica che il diritto di voto in assemblea può essere attribuito solo ai titoli azionari: ad esso fa, tuttavia, eccezione la facoltà di attribuire il voto su specifici argomenti anche a strumenti finanziari partecipativi attribuiti a soggetti che hanno contribuito a fornire risorse economiche alla società, senza però investirle in capitale di rischio ed acquisire la qualifica di soci (artt. 2346, c. 6 c.c., 2349, c. 2 c.c. e 2351, c. 5 c.c.)<sup>40</sup>. Il secondo, "nessuna azione senza voto", comporta che il diritto di voto dovrebbe sempre essere riconosciuto a ciascuna azione: è pur vero, però, che oggi le società sono libere di emettere azioni senza voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative (art. 2351, c. 2 c.c.), nei limiti della metà del capitale sociale, e di prevedere tetti di voto o di adottare il sistema del voto scalare (art. 2351, c. 3 c.c.). Il terzo, "ogni azione ha un voto soltanto", sanciva poi il divieto di voto plurimo, oggi caduto in forza delle innovazioni introdotte dal D.l. 24 giugno 2014, n. 91 (art. 2351, c. 4 c.c.). Infine, al di fuori di queste specifiche deroghe, va ricordato che la società è in ogni caso libera di creare categorie di azioni con diritti diversi rispetto alla regola di *default* anche al di fuori delle fattispecie espressamente

---

<sup>40</sup> Proprio in ragione di questa innovazione, la dottrina ritiene che, a far data dalla riforma del 2003, sia addirittura necessario ripensare alla figura del socio, che non è più l'unico titolare di diritti amministrativi e patrimoniali. In tal senso, cfr. A. BLANDINI, *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 476 ss.; G.B. PORTALE, *Tra "deregulation" e crisi del diritto azionario*, cit., 374 ss.

tipizzate dalla legge (art. 2348, c. 2 c.c.).

Questa evoluzione dalla tendenziale rigidità del sistema del Codice del 1942, alla luce del quale la regola era ritenuta pressoché inderogabile, all'odierno "liberalismo" è passata per due fasi ben distinte.

In un primo momento, il principio "un'azione-un voto" ha subito una significativa erosione, ma sempre nella direzione del voto sottoproporzionale: infatti, dall'iniziale unica eccezione alla regola di proporzionalità costituita dalle azioni con voto limitato alle sole delibere di assemblea straordinaria e correlativo privilegio di natura patrimoniale<sup>41</sup>, si è passati per l'introduzione, nel 1974, delle azioni di risparmio<sup>42</sup>, per arrivare alla dirimente riforma del 2003 con cui, oltre a prevedere tutte le deroghe già menzionate (di cui ai commi 2 e 3 dell'art. 2351 c.c.), si elimina anche la necessaria compensazione della mancanza del voto con un privilegio economico. In quest'ottica, dunque, mentre pareva concepibile che al principio capitalistico si potesse abdicare, consentendo la sopportazione di un rischio economico senza potere, nella forma, appunto, del voto depotenziato, non sembrava ammesso il contrario, ossia l'attribuzione ad un soggetto di qualsivoglia potere con l'assunzione di un rischio economico basso o addirittura nullo, nella forma del voto plurimo o dell'attribuzione di un generico potere di voto a strumenti diversi dall'azione (e, nella specie, agli strumenti finanziari partecipativi, che sopportano

---

<sup>41</sup> Essendo, appunto, deroga eccezionale alla regola di *default* della pienezza del voto conferito ad ogni azione, la necessità di un corrispondente privilegio patrimoniale era vista come la "monetizzazione" della rinuncia (totale o parziale) al voto. In questo senso, cfr. M. BIONE, *Le azioni di risparmio tra mito e realtà*, in *Giur. comm.*, 1975, I, 172. Sull'istituto delle azioni privilegiate a voto limitato cfr. anche A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, in *Riv. soc.*, 1961, 929 ss.

<sup>42</sup> G. AULETTA, *L'ordinamento della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1961, 1 ss.; M. GHIDINI, *Contributo agli studi per la riforma delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1963, 625 ss.; G. MINERVINI, *Un progetto di riforma della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1964, 882 ss.; A. PAVONE LA ROSA, *Profili di tutela degli azionisti*, in *Riv. soc.*, 1965, 72 ss.; G.F. CAMPOBASSO, *Le azioni di risparmio nel progetto di riforma delle società commerciali*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1969, I, 69 ss.; A. BELVISO, *Il significato delle azioni di risparmio*, in *Giur. comm.*, 1976, I, p. 779 ss.; M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 1981; per una panoramica più recente sull'istituto, successiva all'emanazione del TUF ed alla riforma organica del 2003, si veda per tutti G. MIGNONE, *Le azioni di risparmio*, cit.

certo un rischio economico, ma diverso da quello “sociale”, ossia non connesso alle risorse investite in capitale). Da tale tendenza si facevano discendere due diverse, ma collegate conclusioni: anzitutto, pur in presenza di ampie facoltà di deroga alla regola “one share-one vote”, la perdurante presenza del divieto di voto plurimo, insieme con il limite quantitativo della metà del capitale sociale per le categorie di azioni di cui all’art. 2351, c. 2, c.c., veniva da taluni visto come baluardo a salvaguardia e mantenimento di un certo grado di proporzionalità tra potere e rischio<sup>43</sup>; in secondo luogo, pur nell’affievolimento della perfetta coincidenza tra conferimento e potere, il legislatore pareva comunque orientato ad evitare la formazione di concentrazioni di potere nelle mani di soggetti che non avessero una corrispondente esposizione economica nei confronti dell’emittente<sup>44</sup>.

Con la recente riforma del 2014 e l’eliminazione del discusso divieto di voto plurimo, invece, i precedenti approdi dell’elaborazione dottrinale sul tema vengono ad essere minati alle fondamenta<sup>45</sup>: così, viene aperta la strada nel nostro

---

<sup>43</sup> In questo senso cfr. M. MAROCCHI, *Sull’attualità della correlazione tra potere e rischio*, cit., 240; M. BIONE, *Il voto multiplo*, cit., 674.

<sup>44</sup> Tale presa di posizione si basava sul contestabile assunto secondo cui un soggetto che apporti un conferimento che sia valutato minimo in proporzione al potere che detiene, sia indotto a compiere scelte opportunistiche, o addirittura scellerate, non dovendo sopportare un grosso rischio in termini economici; ciò, però, non risponde propriamente a realtà: a prescindere dall’entità dell’investimento iniziale, infatti, il socio rischia comunque che le azioni di sua proprietà perdano di valore e, pertanto, per evitare ciò, avrebbe comunque un incentivo a votare in maniera oculata e nell’ottica di realizzazione dell’interesse sociale. Cfr. F. ACCETTELLA, *L’assegnazione non proporzionale delle azioni*, cit., 111 ss.

<sup>45</sup> Ancor più dirompente appare la riforma, se si considera che la *ratio* ad essa sottostante non risiede tanto o solo in un consapevole cambio di rotta del legislatore, volto, certamente, a realizzare l’intento di promuovere la quotazione come strumento per consentire ad un socio imprenditore ed “ideatore” del *business* di raccogliere capitale di rischio mantenendo il controllo (cfr. in tal senso, CIRCOLARE ASSONIME 10/2015, in *Riv. soc.*, 2015, 479), ma probabilmente anche ad una scelta di *policy* dettata dalla necessità di rendere l’ordinamento italiano competitivo, a fronte (tra le altre) della scelta, risalente proprio al 2014, di un grande gruppo nazionale come FIAT di reincorporarsi, tramite un processo di fusione e trasferimento della sede all’estero, e nella specie in Olanda – ordinamento che, appunto, già allora prevedeva la possibilità di emettere azioni a voto plurimo a fronte del divieto ancora vigente in Italia. Sul tema cfr. in particolare P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, in *Riv. soc.*, 2015, 448 ss.; U. TOMBARI, “Maggiorazione del dividendo” e

ordinamento a forme di voto sovrapporzionale (pur limitate ad un massimo di tre voti per azione, nelle società chiuse e all'introduzione del premio di fedeltà per il possesso continuativo e prolungato del titolo, nella misura di due voti per azione nelle società quotate) che consentono, in combinazione con tutte le altre deviazioni sopra illustrate, la possibilità per le società di abdicare ormai totalmente al mantenimento di una significativa correlazione tra potere e rischio.

È appena il caso di far notare, peraltro, che, come lo sgretolamento del principio di proporzionalità non dipende solo dai meccanismi di attribuzione del voto, ma anche, per esempio, dalla possibilità di assegnazione non proporzionale delle azioni, pure la dissociazione soggettiva tra chi detiene il potere di *voice* all'interno della società e chi è titolare della relativa esposizione economica nei confronti dell'emittente non si realizza solo tramite l'assegnazione del voto in misura più che proporzionale: soprattutto per quanto concerne le dinamiche del mercato quotato, infatti, tramite l'utilizzo di contratti derivati o lo sfruttamento del meccanismo della *record date*, possono verificarsi fenomeni di c.d. *empty voting*, ossia, appunto, situazioni in cui ad esprimere il voto in assemblea è un soggetto diverso dal titolare dell'azione e che non ha, dunque, investito direttamente nella società<sup>46</sup>.

Appare, dunque, chiaro che il dato positivo attuale lascia all'autonomia il più ampio spazio non solo per quanto concerne la creazione di categorie speciali di azioni con diritti diversi da quelle ordinarie, ma, più in generale, riguardo all'individuazione del punto di equilibrio tra privazione e attribuzione dei diritti ai detentori dei titoli azionari. Tale considerazione dimostra ciò che già si era anticipato

---

*"maggiorazione del voto": verso uno "statuto normativo" per l'investitore di medio-lungo termine?*, in *Principio capitalistico. Quo vadis?*, Torino, 2016, 190; C.F. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato e azioni a voto plurimo*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 779 ss.

È appena il caso di rilevare che tale emigrazione, nonostante l'introduzione di voto plurimo e maggiorato, non si è arrestata: è proprio del 2020, infatti, la decisione del gruppo Campari di spostare la propria sede legale sempre in Olanda, ove il sistema societario garantisce possibilità di potenziamento del voto (dei soci stabili di controllo) comunque maggiori rispetto a quelle previste dalla legislazione italiana.

<sup>46</sup> Per una trattazione approfondita del tema si rinvia a F. GUERRERA, *La scissione tra proprietà e voto nella s.p.a.: doveri, abusi, rimedi*, in *Giur. comm.*, I, 2017, I, 203 ss. ed ampiamente G. SANDRELLI, *Innovazione finanziaria*, cit.

in apertura del paragrafo, ossia che il principio di proporzionalità nella costruzione della struttura proprietaria e finanziaria della società è da considerarsi ormai assolutamente dispositivo e residuale; resta, pertanto, opportuno indagare se, di là dalla sua ampia derogabilità, rimanga comunque una caratteristica tipologica<sup>47</sup> che distingue la società per azioni che vale (solo) ad evitare estremi quali, esemplificativamente, l'adozione di un sistema di voto capitaro<sup>48</sup>.

Orbene, un cenno, seppur breve, a questa specifica ipotesi non risulta di poco conto per la presente ricerca se si tiene a mente, da un lato, che è certamente vero ed incontestabile che ad un regime di tipo capitaro si può astrattamente giungere utilizzando entrambi i meccanismi di cui al comma 3 dell'art. 2351 c.c.<sup>49</sup> e, dall'altro,

---

<sup>47</sup> Sul punto si vedano L. CALVOSA, *La partecipazione eccedente e i limiti al diritto di voto*, Milano, 1999, 175 ss. e 194 ss.; M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001, 122; M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni, da parte della società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2003, 526; E. BARCELLONA, *Clausole di put & call a prezzo predefinito: fra divieto di patto leonino e principio di corrispettività*, Milano, 2004, 48 ss.; M. NOTARI, *Problemi aperti in tema di struttura finanziaria della s.p.a.*, in *Società*, 2005, 5 ss.; L. CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 202; M. BIONE, *Il voto multiplo*, cit., 683; M. MAROCCHI, *Sull'attualità della correlazione tra potere e rischio*, cit., 248; M. BIONE, *Voto capitaro nella s.p.a.?*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 633 ss.; C. ANGELICI, *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 211 ss.

<sup>48</sup> In punto di ammissibilità di un sistema di voto capitaro nella società per azioni cfr. A. BLANDINI, *Le azioni a voto limitato*, cit., 486; E. CUSA, *Il socio finanziatore nelle cooperative*, Milano, 2006, 298 ss.; G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza*, cit., 170 ss.; G.A. RESCIO, *Tetti di voto, tetti di partecipazione*, in *Principio capitalistico. Quo vadis?*, Torino, 2016, 235; G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 161 ss.; V. SANTORO, *Sub art. 2351 c.c.*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli, V. Santoro, Torino, 2003, 151 ss. *Contra*, molti dei quali prima della riforma del diritto societario del 2003 (i quali, con l'inammissibilità del voto capitaro, negavano anche quella del voto scalare che è, oggi, uno degli argomenti più insuperabili a sostegno anche dell'ammissibilità del voto capitaro stesso), T. ASCARELLI, *Interesse sociale ed interesse comune nel voto*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1951, 1149; G. SENA, *Il voto nella assemblea della società per azioni*, Milano, 1961, 236 ss.; P.G. JAEGER, *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, cit., 382; G. MARASÀ, *Le società senza scopo di lucro*, Milano, 1984, 174 e 262 ss.; L. SCHIUMA, *Controllo, governo e partecipazione al capitale*, Padova, 1997, 156 ss.; L. CALVOSA, *La partecipazione eccedente*, cit., 192 ss.; M. BIONE, *Voto capitaro*, cit., 625 ss.

<sup>49</sup> Cfr. spec. V. SANTORO, *Sub art. 2351 c.c.*, cit., 151 ss.; A. BLANDINI, *Le azioni a voto limitato nella riforma*, cit., 486 e, in generale, la dottrina di cui alla nota precedente.

che tetti di voto e voto scalare altro non sono se non condizioni apposte non ad una sola categoria di azioni, ma in maniera eguale a tutto il capitale sociale.

Chi si oppone a detta estremizzazione e nega, quindi, la compatibilità del voto capitario con la struttura della società azionaria, pur non spingendosi sino a sostenere che l'introduzione di un sistema di voto, nei fatti, per teste, possa incidere sulla qualificazione tipologica stessa della società come società per azioni<sup>50</sup>, ritiene, comunque, che si debba configurare in relazione ad esso un'ipotesi di nullità "parziale", con conseguente sostituzione automatica della clausola che introduce modalità di distribuzione del voto che portino, anche indirettamente (e, quindi, per il tramite di tetti di voto o voto scalare), ad una assegnazione capitaria del voto, considerata inidonea ed incompatibile con il sistema<sup>51</sup>. Tali posizioni sono giustificate, in primo luogo, affermando l'inconciliabilità con il tipo della società per azioni di una struttura di voto democratica che, quindi, conferisce peso alla persona del socio, in spregio all'opposta *ratio* di spersonalizzazione ed oggettività che caratterizzano lo strumento azionario; a conferma di ciò, si pone il dato secondo cui non è revocabile in dubbio che le clausole che introducono nello statuto un principio

---

Appare utile, oltretutto, far rilevare che, come in Italia, anche negli ordinamenti stranieri la legittimità del voto capitario è fatta discendere e giustificata proprio alla luce della possibilità di introdurre nel regolamento statutario meccanismi di voto scalare o tetti di voto: così, in Germania cfr. W. ZÖLLNER, *Die Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden*, München, 1963; M. LUTTER, U.H. SCHNEIDER, *Die Beteiligung von Ausländern an inländischen Aktiengesellschaften*, in ZGR, 1975, 195; T. BAUMS, *Höchststimmrechte*, in AG, 1990, 230; in Francia cfr. A. COURET, *Le plafonnement du droit de vote dans les sociétés anonymes*, in *Droit et patrimoine*, 1993, 53; Y. GUYON, *Les sociétés. Aménagements statutaires et conventions entre associés*, Paris, 1999, 246 ss.

<sup>50</sup> Ormai la dottrina appare consolidata nel senso di ritenere che, per qualificare una società per azioni come tale, sia sufficiente iscriverla con detta denominazione al registro delle imprese (senza che la rinuncia a caratteri, per quanto fondanti o incisivi, possa, in presenza del dato formale, far venire meno la qualificazione stessa). Cfr. C. MONTAGNANI, *La verifica del "tipo sociale" e una recente vicenda giudiziaria*, in *Riv. dir. civ.*, 1988, II, 36 ss.; G. OPPO, *L'identificazione del tipo «società di persone»*, in *Riv. dir. civ.*, 1988, I, 619 ss.; P. SPADA, *La tipologia delle società tra volontà e nomenclatura*, in *Riv. dir. civ.*, 1989, I, 528 ss.

<sup>51</sup> Propendono per il meccanismo della sostituzione automatica di clausole nulle (tra l'altro con specifico riferimento al voto capitario) P. SPADA, *Autorità e libertà nel diritto della società per azioni*, cit., 716 e M. BIONE, *Voto capitario nella s.p.a.*, cit., 636.

di unanimità in luogo di quello di maggioranza per le decisioni dell'assemblea generale siano da considerarsi pacificamente invalide<sup>52</sup>: posto che anche la *ratio* di questa invalidità può essere ricercata proprio nell'impossibilità di qualificare, sotto il profilo della essenzialità ai fini dell'approvazione della delibera, il voto di tutti i soci, indipendentemente dal numero di azioni possedute, si ritiene che il medesimo argomento debba valere anche a negare l'ammissibilità del voto capitaro nella s.p.a..

Pare ragionevole, allora, partire proprio da tali assunti per opporre a queste tesi qualche considerazione critica.

Anzitutto, non è detto che uno strumento come il tetto di voto, che è chiaramente teso ad introdurre elementi più spiccatamente personalistici nella dinamica decisionale della società, quand'anche non arrivasse a configurare un vero e proprio voto capitaro, non abbia, comunque, come risultato quello di parificare il potere decisionale dei soci indipendentemente dalla loro partecipazione al capitale, introducendo, di fatto, un principio democratico al posto di uno plutocratico<sup>53</sup>. In secondo luogo, si fa notare che la ragione sottostante il divieto di adozione di un principio unanimistico nelle società<sup>54</sup>, quali strutture tipicamente pluri-soggettive, non risiede tanto nell'impossibilità di parificare il peso dei soci indipendentemente dal valore del loro investimento, quanto nella necessità di evitare una paralisi totale della dinamica assembleare e, quindi, della capacità decisionale della società, che recherebbe grave danno alla sua stessa funzionalità: si comprende, allora, come la modalità di distribuzione e calcolo della forza di voto di ogni singolo soggetto sia neutra rispetto a dette esigenze di tutela dell'operatività stessa dell'organo

---

<sup>52</sup> Tale opinione è condivisa pressoché unanimemente in dottrina. Cfr. per tutti P. BENAZZO, *Autonomia statutaria e quozienti assembleari nelle società di capitali*, Padova, 1999, 479 ss.

<sup>53</sup> Tale risultato potrebbe essere raggiunto fissando il tetto di voto alla quota azionaria detenuta dal socio con la partecipazione percentualmente minore; vero è che in questa ipotesi la struttura sarebbe meno stabile, poiché potrebbe variare in caso di alienazione di una parte delle sue azioni da parte del socio di assoluta minoranza ma, nella maggior parte dei casi, si può ritenere che non comporterebbe, nei fatti, un'alterazione sostanziale della dinamica assembleare.

<sup>54</sup> E ci si riferisce in questo frangente, salvo i rari casi espressamente previsti dalla legge per quelle personali, a tutti i tipi di società.

assembleare, tanto più se si considera, tra l'altro, che il voto capitarario può comunque tranquillamente adattarsi al principio maggioritario, come accade di regola nelle cooperative.

È proprio in tale ottica che sembra, allora, debba porsi il più generale quesito attorno al significato attuale del principio di proporzionalità come regola informante la struttura organizzativa e finanziaria della società per azioni e, come si avrà modo di osservare oltre, del menzionato limite quantitativo della metà del capitale sociale per le azioni di categoria con voto limitato o assente<sup>55</sup>: pare, infatti, che il punto su cui focalizzarsi non sia più tanto la ricerca di un limite stringente al *quantum* della possibile dissociazione tra conferimento economico e potere di voto<sup>56</sup>, quanto l'attenzione ad istanze che si pongono su diversi, ma paralleli piani, quali, appunto, quello della funzionalità dell'organo assembleare e della predisposizione di efficaci strumenti di tutela sia delle minoranze escluse dal controllo, sia dell'interesse generale<sup>57</sup>.

È, peraltro, poi il caso di far notare che, anche qualora si aderisse alla lettura più tradizionale del principio capitalistico e si ritenesse che ancora oggi, pur in misura più ridotta, esso mantenga la sua cogenza ed un minimo grado di inderogabilità nell'ordinamento societario, occorre comunque adattare quella teoria alle peculiarità che caratterizzano lo strumento del voto sottoposto a condizione. Non si può, infatti, non tener conto del fatto che, di là dalle modalità con cui si realizza il condizionamento (e, quindi, indifferentemente rispetto alla sua previsione quale

---

<sup>55</sup> Cfr. infra par. 3.2.

<sup>56</sup> Conduca esso al risultato per cui è possibile ottenere la maggioranza in assemblea ordinaria con il 25% (+1) del capitale, come accadeva sino al 2014, o con il solo 12,5% (+1), come sarebbe oggi possibile componendo il capitale con il 50% di azioni prive del diritto di voto ed il 50% di azioni a voto plurimo. Sulle nuove soglie sufficienti al controllo dell'assemblea ordinaria cfr., *ex multis*, M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio*, cit., 266 ss.; U. TOMBARI, *Sub art. 2348 c.c.*, cit., 526; G. MIGNONE, *Non linearità del rapporto fra risparmio nell'investimento e voto doppio o triplo nella società per azioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, 478 ss.

<sup>57</sup> Nell'ottica della preferibilità di adeguati strumenti di tutela a limiti imperativi o divieti legali paiono orientati M. NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere*, cit., 417 e G. SANDRELLI, *Innovazione finanziaria*, cit., 264 ss.

diritto particolare attribuito ad una categoria di azioni o come clausola statutaria da applicarsi uniformemente a tutto il capitale), l'alterazione al principio di proporzionalità che esso comporta non ha i caratteri della stabilità che, invece, sono tipici di tutte le altre variazioni al diritto di voto: infatti, la misura dello scostamento dalla perfetta correlazione tra potere e rischio può dipendere, ovviamente, in primo luogo, dall'avverarsi o meno della condizione; essa è, poi, suscettibile di ulteriore mutamento qualora la condizione sia concepita come intermittente; ancora, si potrebbero produrre delle modifiche al *quantum* di azioni dotate di voto in caso di alienazione del titolo, qualora l'evento condizionante sia legato a posizioni personali o caratteristiche soggettive del socio e, quindi, sia possibile che, ad esempio, detto evento si fosse realizzato per l'alienante (al quale, dunque, spettava il voto), ma non per l'acquirente (e, quindi, l'azione tornerebbe ad essere priva del diritto).

Sulla base di queste considerazioni, viene ulteriormente da domandarsi se, in fondo, il condizionamento del voto crei una reale alterazione del principio capitalistico ed, in altre parole, se esso incida dunque sulla spettanza stessa del voto (nel qual caso la risposta dovrebbe essere assolutamente positiva) o se, più spesso, in ragione della sua strutturazione e del suo contenuto, non generi un fenomeno più simile ad un mero limite all'esercizio del voto<sup>58</sup>: tale interrogativo non è di poco conto, se si considerano le implicazioni che ne derivano in termini di diritti incorporati nel titolo e, quindi, spettanti all'acquirente nel caso di trasferimento dell'azione e, ancor prima, in relazione ai diritti corporativi spettanti al titolare, quali, in particolare, il diritto ad intervenire in assemblea. E così, se si assume che il condizionamento incide sulla spettanza stessa del voto, allora il titolare della azione (ancora) priva del diritto di voto in ragione di una condizione sospensiva non realizzata dovrebbe essere parificato all'azionista stabilmente privo del diritto di voto e, ai sensi dell'art. 2370 c.c., nemmeno gli spetta il diritto di intervento; se, invece, si dovesse trattare come mero limite all'esercizio del voto stesso, della spettanza del diritto di intervento si potrebbe quantomeno discutere<sup>59</sup>.

---

<sup>58</sup> Sul punto cfr. L. CALVOSA, *La partecipazione eccedente*, cit., 91 ss. e spec. 166 ss.

<sup>59</sup> Del tema si tratterà ampiamente oltre, vd. cap. III, par. 2.1.

In ogni caso, che si voglia aderire alla ricostruzione sopra proposta o meno, anche i sostenitori della cogenza del principio capitalistico difficilmente potranno negare che oggi nell'ordinamento italiano (come, del resto, anche nei principali ordinamenti europei) il principio dell'autonomia privata, declinato, per quanto ci occupa, nella forma dell'autonomia statutaria, è ormai indubbiamente sovraordinato alla regola "un'azione-un voto"<sup>60</sup>.

Ciò che, allora, pare utile all'interprete, specie quello che abbia per finalità, come questa ricerca aspirerebbe a fare, quella di indagare le potenzialità di un istituto derogatorio della regola dispositiva, non è tanto e solo domandarsi entro che limiti la deviazione dal principio proporzionale si possa astrattamente realizzare, quanto piuttosto se, o in che casi, essa risulti una scelta efficiente e più funzionale, in determinate circostanze, a rispondere a particolari esigenze dell'impresa societaria.

È in questa sede, dunque, che diviene non solo opportuno, ma necessario prendere in considerazione l'amplessima elaborazione dottrinale della letteratura economico-giuridica angloamericana, che da lungo tempo si occupa del principio *one share-one vote* dal diverso angolo visuale dell'analisi economica del diritto, con un dibattito ancora oggi fervente e lungi dall'essere sopito.

### **2.1.2. Segue. Il principio *one share - one vote* nella prospettiva dell'analisi economica del diritto.**

In apertura di questa analisi, va anzitutto premesso che la regola di perfetta corrispondenza tra conferimento e voto, come non è mai stato ritenuto un principio

---

<sup>60</sup> F. D'ALESSANDRO, «La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata», cit., 40; G. M. RIVOLTA, *Autonomia privata e strumenti per l'esercizio delle imprese minori*, cit., 1274 ss.; G. COTTINO, *Dal "vecchio" al "nuovo" diritto azionario: con qualche avviso ai naviganti*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 6 ss.; M.S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Riv. soc.*, 2015, 149 ss.; F. DENOZZA, *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 238 ss.; ID., *Logica dello scambio e «contrattualità»: la società per azioni di fronte alla crisi*, in *Giur. Comm.*, 2015, I, 5 ss.; più in generale, sul tema della tensione tra istituzionalismo e contrattualismo nel diritto commerciale si vedano F. DENOZZA, *Quattro variazioni sul tema "contratto, impresa e società nel pensiero di Carlo Angelici"*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 480 ss. e M. LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello "istituzionalismo debole"*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 669 ss.

assolutamente rigido ed inderogabile in Europa, non lo è stato nemmeno negli Stati Uniti<sup>61</sup>; prova ne è che, alle origini della *business corporation* nel diciannovesimo secolo, la regola “*one share-one vote*” non era nemmeno il modello legale per la distribuzione del voto agli azionisti<sup>62</sup>: la regola di *default* era, invece, “*one vote per person*” (ossia il voto capitolario), cui si derogava, al più, tramite l’adozione della tecnica di voto scalare, che diminuisce all’aumentare della quota partecipativa, poiché la regola *one share-one vote* pareva generare il rischio che l’azionista di maggioranza monopolizzasse la società. È solo sul finire del ‘900 che quest’ultima diventa, invece, regola di *default*, anche sulla scia della generale influenza derivante dall’adozione della celebre Rule 19c-4 della SEC (*Security Exchange Commission*), che imponeva, chiaramente alle sole società quotate, di astenersi dall’adozione di categorie di azioni con voto non proporzionale<sup>63</sup>. Per quanto non sia oggi più in vigore, non vi è chi ancora attualmente non la ritenga, comunque, la regola da preferire per la distribuzione del potere di voto tra gli azionisti della società per azioni (chiusa o quotata che essa sia).

Così, chi opta per tale visione, ritiene che il principio *one share-one vote* risulti essere non tanto e non solo, su di un generale piano di politica legislativa, il più adatto a garantire la “*shareholders democracy*”, come generale riflesso di “*political*

---

<sup>61</sup> Per tutti cfr. C.A. DUNLAVY, *Social conception of the corporation: insights from the history of shareholder voting rights*, in *Washington and Lee Law Review*, 2006, 1356 ss.

<sup>62</sup> Lo stesso rilievo vale per il sistema italiano, se si considera che, nel Codice di Commercio del 1882, la regola di *default* era quella del voto scalare. Cfr. A. BLANDINI, *Le azioni a voto limitato*, cit., 482. Ciò dimostra, tra l’altro, che non solo il principio di proporzionalità, così come la più circoscritta regola “un’azione-un voto”, non sono ontologicamente connessi al tipo sociale della società per azioni, non costituendone, appunto, come già osservato, caratteri tipologici inderogabili, ma che, al contrario, la scelta in ordine ai principi di distribuzione del voto tra le azioni è il frutto di una mera opzione di politica legislativa, operata sulla base degli interessi o delle esigenze che in una data contingenza economico-temporale appaiono preminenti e, quindi, meritevoli di avallo e tutela normativa.

<sup>63</sup> Per una sintetica ed efficace ricostruzione storica dell’evoluzione del principio, cfr. G.M. HAYDEN, M.T. BODIE, *One share, One vote and the false promise of shareholders homogeneity*, in *Cardozo Law Review*, 2008, 470 ss.

*democracy*"<sup>64</sup>, ma anche e soprattutto la logica conseguenza della "*shareholders primacy theory*", ossia la teoria secondo cui deve essere data rilevanza preminente agli interessi degli azionisti rispetto a quelli di tutti gli altri soggetti che, a vario titolo, vengono in contatto con la società: per questa ragione, tenuto conto del fatto che i soci sono gli unici "proprietari" dell'impresa, è ad essi che deve essere attribuito il potere di voto in assemblea, cosicché possano orientare l'operato sociale al soddisfacimento primario dei loro interessi, tra i quali spicca la massimizzazione del valore del loro investimento<sup>65</sup>. In questo contesto, il principio distributivo *one share-one vote* pare porsi come il più efficiente per tendere proprio alla massimizzazione dell'interesse degli azionisti e, di conseguenza, anche del valore della società: ciò accade perché il potere di voto, essendo proporzionale al rischio e al potenziale sperato guadagno del titolare dell'azione, comporterebbe un allineamento tra l'interesse personale dell'azionista stesso alla massimizzazione del proprio guadagno e la massimizzazione del valore della società tutta; al contrario, sistemi di distribuzione non proporzionale creerebbero una distorsione negli incentivi sottostanti l'esercizio del voto, conducendo all'adozione di decisioni considerate non ottimali per la società<sup>66</sup>.

Tuttavia, numerosi e paralleli studi argomentano e dimostrano che non sempre

---

<sup>64</sup> Correlano la regola *one share-one vote* alla parità di trattamento degli azionisti G. MORGENSON, *One Share, One Vote: One Big Test*, in *N.Y Times*, April 2, 2006, 31; V. DE BEAUFORT, *One share - one vote, the new holy graal?*, in *ESSEC Working Papers*, 2007, n. DR07009.

<sup>65</sup> Sul tema cfr. F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard university press, 1991, 35 ss. (trad. it., *L'economia delle società per azioni*, Milano, 1996); D. GORDON SMITH, *The Shareholder Primacy Norm*, in *Journal of Corporation Law*, 1998, 277 ss.; J. VELASCO, *Shareholder Ownership and Primacy*, in *University of Illinois law review*, 2010, 897 ss.; R.J. RHEE, *A Legal Theory of Shareholder Primacy*, in *Minnesota law review*, 2017, 1951 ss.

<sup>66</sup> F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, cit., 73 ss.; B.S. BLACK, R. KRAAKMAN, *A Self Enforcing Model of Corporate Law*, in *Harvard Law Review*, 1996, 1945 ss.; H.T.C. HU, B.S. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in *Southern California Law Review*, 2006, 851 ss.; M. BURKART, S. LEE, *One Share-One Vote: The Theory*, in *Review of Finance*, 2008, 1 ss.; R. ADAMS, D. FERREIRA, *One Share-One Vote: The Empirical Evidence*, in *Review of Finance*, 2008, 51 ss.

all'adozione della regola di perfetta proporzionalità corrisponde un c.d. "*value enhancing role*", ma che, al contrario, a determinate condizioni sono proprio le deviazioni da detto modello a favorire un accrescimento del valore sociale<sup>67</sup>.

Anzitutto, le note implicazioni derivanti dalla "*agency theory*" dimostrano che la concentrazione di ogni decisione nelle mani del gruppo di maggioranza genera dei rischi in termini di estrazione di benefici privati da parte dei soci di controllo<sup>68</sup>: tale circostanza si verifica, in particolare, quando esiste all'interno dell'assemblea degli azionisti un gruppo di controllo cristallizzato, che è quindi in grado di imporre le proprie scelte e preferenze agli amministratori, diretti titolari del potere di gestione della società<sup>69</sup>; in questo contesto, allora, tutti i sistemi di voto che, invece, diano ingresso nel sistema assembleare a maggioranze mutevoli (ed esempio principio in questo senso è proprio il condizionamento del voto, in ragione della sua già illustrata genetica instabilità), creano assetti di potere "a geometria variabile" che, impedendo ad una maggioranza stabile di avere un controllo granitico e duraturo della società, non solo generano un minor rischio di estrazione di benefici privati, ma possono

---

<sup>67</sup> In tal senso cfr., ad esempio, L.A. STOUT, *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*, Oakland, 2012, 49 ss.; M.M. PARTCH, *The creation of a class of limited voting common stock and shareholder wealth*, in *Journal of Financial Economics*, 1987, 313 ss.

<sup>68</sup> F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *Voting in Corporate Law*, in *The Journal of Law and Economics*, 1983, 395 ss.; R. KRAAKMAN, J. ARMOUR, P. DAVIES, L. ENRIQUES, H. HANSMANN, G. HERTIG, K. HOPT, H. KANDA, M. PARGENDLER, W.G. RINGE, E. ROCK, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford, 2017.

<sup>69</sup> È appena il caso di far notare che queste situazioni risultano più o meno diffuse a seconda della struttura proprietaria nelle società, che varia da paese a paese: come è noto, infatti, mentre gli ordinamenti di *common law* presentano una struttura proprietaria tendenzialmente diffusa, negli ordinamenti europei di *civil law* la proprietà appare generalmente concentrata. Cfr. F. BARCA, M. BECHT, *The Control of Corporate Europe*, Oxford, 2001; M. FACCIO, L.H.P. LANG, *The ultimate ownership of Western European Corporations*, in *Journal of Financial Economics*, 2002, 365 ss.; M. BENNEDSEN, K.M. NIELSEN, *The Impact of a Break-Through Rule on European Firms*, in *European Journal of Law and Economics*, 2004, 259 ss. Non si può, poi, trascurare che anche nelle società aperte ad azionariato disperso possono realizzarsi concentrazioni di potere nel tipico caso in cui il piccolo azionariato frammentato ed assenteista permette che una partecipazione di entità appena più rilevante, ma comunque rappresentante in senso assoluto una minoranza, possa di fatto controllare la società.

addirittura essere congegnati in modo da ridurre la forza di voto di soci portatori di interessi prevalentemente esterni a quelli sociali<sup>70</sup>.

Ancora, un campo di elezione particolare per lo studio (e la confutazione) dell'efficienza indiscriminata della regola *one share-one vote* è quello delle acquisizioni societarie: mentre taluni ritengono che la perfetta proporzionalità nella distribuzione del voto sia il mezzo per evitare l'acquisizione del controllo da parte di un "*inefficient bidder*", ossia un offerente che estrarrà benefici privati dall'ottenimento di detto controllo<sup>71</sup>, molti altri studi dimostrano che le strutture di voto non proporzionali sono le più indicate al fine di estrarre il massimo valore dall'offerente, massimizzare l'efficienza dell'offerta stessa e addirittura mitigare i costi di agenzia successivi all'acquisizione, in assenza di norme che impongano l'opa obbligatoria<sup>72</sup>.

Ad ogni modo, le teorie che, in generale o con riguardo ad un istituto specifico, propendono per la preferibilità della regola della corrispondenza tra conferimento e voto si basano sull'assunto di fondo che tutti gli azionisti abbiano interessi tra loro omogenei o comunque comparabili e che, dunque, la massimizzazione del valore sociale sia scopo tra loro comune. Tuttavia, la semplice osservazione di casi della

---

<sup>70</sup> D.L. RATNER, *Government of Business Corporation: Critical Reflections on the Rule of One Share One Vote*, in *Cornell Law Review*, 1970, 1 ss.; G.M. HAYDEN, M.T. BODIE, *One share, One vote and the false promise of shareholders homogeneity*, cit., 447.

<sup>71</sup> S.J. GROSSMAN, O.D. HART, *One share-one vote and the market for corporate control*, in *Journal of Financial Economics*, 1988, 175 ss.; M. HARRIS, A. RAVIV, *Corporate control contests and capital structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1988, 55 ss.; G.A. JARRELL, A.B. POULSEN, *Dual-class recapitalizations as antitakeover mechanisms: the recent evidence*, in *Journal of Financial Economics*, 1988, 129 ss.

<sup>72</sup> A. SHLEIFER, R.W. VISHNY, *Large Shareholders and Corporate Control*, in *Journal of Political Economy*, 1986, 461 ss.; M.C. JENSEN, J.B. WARNER, *The Distribution of Power Among Corporate Managers, Shareholders, and Directors*, in *Journal of Financial Economics*, 1988, 3 ss.; M. BURKART, D. GROMB, F. PANUNZI, *Why Higher Takeover Premia Protect Minority Shareholders*, in *Journal of Political Economy*, 1998, 172 ss.; L.A. BEBCHUK, J.C. COATES, G. SUBRAMANIAN, *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy*, in *Stanford Law Review*, 2002, 887 ss.; S. MARTIN, F. PARTNOY, *Encumbered Shares*, in *University of Illinois Law Review*, 2005, 775 ss.; M. BURKART, S. LEE, *One Share-One Vote*, cit., 1 ss.; A. KHACHATURYAN, *Trapped in delusion: democracy, fairness and the one share one vote rule in the European Union*, in *European business organization law review*, 2007, 350 ss.

realtà dimostra che molto spesso tale allineamento non si verifica<sup>73</sup>.

È facile, anzitutto, notare che soci di maggioranza e di minoranza hanno spesso interessi non convergenti: in primo luogo, in ragione del sistema maggioritario di elezione degli amministratori, il *board* e, quindi, le scelte strategiche della società sono tutte, di fatto, espressione della volontà dei soci di controllo, il cui solo interesse diviene quello rilevante ai fini dell'orientamento dell'agire sociale; ed è appena il caso di far rilevare che tutti i correttivi che la dottrina fautrice del principio *one share-one vote* propone per mitigare questo effetto, risiedano essi nella valorizzazione dei doveri fiduciari (*duty of loyalty* e *duty of care*) imposti non solo agli amministratori nei confronti dei soci tutti, ma anche alla maggioranza nei confronti della minoranza, o nella costruzione di sistemi alternativi di elezione del *board*, come, ad esempio, il c.d. *cumulative voting*<sup>74</sup>, non sono sufficienti a risolvere il problema dell'influenza del socio di maggioranza sul *management* della società. Vi è, poi, specularmente da considerare che, se è innegabile che *dual class structures* (in cui la concentrazione del controllo in capo a una determinata categoria di soci si realizzi in ragione della privazione del voto imposta alle azioni di altri soci) favoriscano in primo luogo proprio i soci di controllo, che possono orientare le scelte della società nel senso della realizzazione del proprio interesse a fronte di un rischio economico proporzionalmente inferiore, è pure vero che gli azionisti di minoranza che decidono di acquistare un titolo in una società così strutturata sono consapevoli di questo squilibrio e, proprio su tale base, decidono di aderire alla compagine sociale o acquistando un'azione che, in ragione della carenza del diritto di voto, sarà probabilmente venduta ad un prezzo inferiore rispetto a quelle ordinarie oppure

---

<sup>73</sup> G.M. HAYDEN, M.T. BODIE, *One share, One vote and the false promise of shareholders homogeneity*, cit., 476; S. MARTIN, F. PARTNOY, *Encumbered Shares*, cit., 778; A. KHACHATURYAN, *Trapped in delusion*, cit., 345.

<sup>74</sup> Per *cumulative voting* si intende il meccanismo per cui ad ogni azionista viene attribuito un pacchetto di voti pari a quello delle azioni dallo stesso possedute, moltiplicato per il numero di amministratori da eleggere; a fronte di ciò, l'azionista sarà libero di distribuire come meglio crede i voti tra i candidati, e anche di concentrare tutti i voti (così "moltiplicati") su di un candidato solo, invece che spalmarli su più concorrenti alla carica. Per l'esame dell'istituto, cfr. per tutti J.D. COX, T.L. HAZEN, *Corporations*, vol. II, New York, 2003, 764 ss.

caratterizzata dall'attribuzione di un beneficio di natura economica, nella forma di un dividendo fisso o maggiorato, che risulterà particolarmente appetibile per coloro che non abbiano interesse alla gestione, ma ad un mero investimento finanziario.

Ancora, al di là della spesso netta cesura tra interessi di soci di maggioranza e minoranza, in ogni caso l'omogeneità di interessi tra gli azionisti non può mai essere data per scontata: può accadere, infatti, che uno *shareholder* sia portatore anche di un interesse personale diverso o addirittura concorrente con quello della società o, ancor più banalmente, abbia idee diverse da altri soci sulle modalità più idonee a raggiungere gli obiettivi comuni di massimizzazione del valore sociale.

Infine, non si può trascurare che dall'utilizzo di tutti i nuovi strumenti recentemente diffusisi con lo sviluppo dei mercati, quali i contratti derivati o tutti gli istituti che danno origine a fenomeni di *hidden ownership*, derivano situazioni in cui i titolari del potere di voto nella società, in ragione della loro esposizione economica nulla nei confronti dell'emittente, avranno probabilmente nell'un caso interessi divergenti, per non dire opposti a quello della massimizzazione del valore della società, e che mirano, invece, all'accrescimento del valore del titolo derivato e, nell'altro, un interesse più che proporzionale alla massimizzazione del valore sociale<sup>75</sup>.

La tensione tra queste diverse esigenze rispecchia, dunque, la necessità di trovare, caso per caso, un punto di equilibrio tra pulsioni capitalistiche ed istanze partecipative<sup>76</sup>. In altre parole, il principio capitalistico-plutocratico risulta essere il miglior criterio di assegnazione del potere di voto finché le caratteristiche organizzative e la struttura azionaria della società permettano di trarre, dalla sua applicazione, benefici in termini di massimizzazione del valore sociale; deviazioni da tale regola andranno ammesse e adottate in contesti in cui ci siano fattori che provino la diversità degli interessi in gioco, qualora essi siano sufficientemente meritevoli di

---

<sup>75</sup> Per l'illustrazione di tali istituti e degli interessi sottesi si rinvia ancora a G. SANDRELLI, *Innovazione finanziaria*, cit., *passim*.

<sup>76</sup> G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 18 ss.; P.G. JAEGER, *Il voto divergente nella società per azioni*, Milano, 1976, 37.

tutela da giustificare la modifica della regola di *default*<sup>77</sup>.

E, infatti, tornando alla normativa statunitense, essa prevede totale libertà nella modulazione dei diritti attribuiti ai titoli, nel perseguimento della particolare volontà dei soci nella costruzione dell'assetto societario, purchè priva dei caratteri della frode alla legge o dell'abuso<sup>78</sup>. Coerentemente con questa impostazione, anche la regola della SEC cui si accennava poco sopra, che impediva alle società quotate sui maggiori mercati regolamentati di emettere azioni con voto non proporzionale, è stata nel giro di breve tempo posta nel nulla; e, sebbene gli investitori istituzionali e l'ISS (*Institutional Shareholder Services*) ancora guardino con un certo sfavore all'adozione di *dual class shares*, queste strutture sono in realtà estremamente diffuse sul mercato<sup>79</sup>.

Dalle considerazioni fin qui esposte, si può trarre la conclusione per cui, in definitiva, non pare potersi individuare, in senso assoluto ed aprioristico, un sistema di voto che in ogni occasione sia il più efficiente ed adatto ad assicurare la "decisione migliore": la sua costruzione dovrà, piuttosto, dipendere dalle peculiari caratteristiche dell'impresa e dal generale sistema economico in cui la medesima si

---

<sup>77</sup> G.M. HAYDEN, M.T. BODIE, *One share, One vote and the false promise of shareholders homogeneity*, cit., 445.

<sup>78</sup> Cfr. caso *Lehrman v. Cohen*, 222 A.2d 800, Delaware Supreme Court, 1966, che, proprio basandosi su questi assunti, dichiara legittimo un sistema di *voting-only shares*, ossia di titoli cui sia attribuito solo il voto, senza alcun corrispondente diritto alla remunerazione dell'investimento (che, nel nostro ordinamento, contrasterebbe con il divieto di patto leonino).

<sup>79</sup> Si vedano, ad esempio, i dati forniti da L.A. BEBCHUK, K. KASTIEL, *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, in *Virginia Law Review*, 2017, 594 ss., i quali, pur essendo in linea teorica più orientati verso la preferibilità della regola *one share-one vote*, ammettono che, in ragione del loro peso nella realtà dei mercati, le *dual-class companies* debbano essere ammesse e favorite specie in sede di avvio di un nuovo *business*, così da poter consentire il mantenimento del controllo in capo ai soggetti che detengono il *know-how* e possono operare le scelte strategiche migliori; propongono, però, l'inserimento di una *sunset clause* che, passato un certo periodo di tempo, nel corso del quale i fondatori siano ormai invecchiati o addirittura siano stati sostituiti, rendendo sterili le condizioni che giustificavano il mantenimento del controllo nelle loro mani, ripristini un sistema di voto proporzionale.

trova ad operare<sup>80</sup>; le deviazioni dalla regola di *default* dovranno, pertanto, essere consentite e favorite qualora l'analisi degli interessi sottesi ne rendano evidente la preferibilità<sup>81</sup>: ciò che, allora, il prosieguo del presente studio aspirerebbe a fornire è proprio una classificazione dei possibili usi del condizionamento del voto, come strumento teso alla miglior realizzazione di specifici interessi che via via si possono presentare nella conduzione dell'impresa societaria.

Posto, dunque, che il principio *one share-one vote* non deve intendersi né come il modello necessario, né come quello in assoluto più efficiente per la gestione della società, occorre, comunque, non sottovalutarne la portata: esso, infatti, non

---

<sup>80</sup> R. ADAMS, D. FERREIRA, *One Share-One Vote: The Empirical Evidence*, in *ECGI Finance Working Papers*, n. 177/2007; M. BURKART, S. LEE, *The One Share - One Vote Debate: A Theoretical Perspective*, in *ECGI Finance Working Papers*, n. 176/2007.

<sup>81</sup> Si vedano C. MOSCA, *Should Shareholders Be Rewarded for Loyalty? European Experiments on the Wedge Between Tenured Voting and Takeover Law*, in *Michigan Business & Entrepreneurial Law Review*, 2019 (forthcoming), che parte dall'assunto secondo cui le società modulano la struttura di voto in ragione ed in risposta a proprie specifiche necessità; G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 110-115, per l'idea secondo cui il principio di proporzionalità tra potere e rischio non sempre si rivela essere ottimale ma, anzi, in determinate circostanze, non è nemmeno utile ad arginare l'influenza di soggetti portatori di interessi esterni o confliggenti con quello sociale; L. CALVOSA, *La partecipazione eccedente*, cit., 192, sottolinea come la possibilità di introdurre limitazioni al voto, in determinate situazioni, possa favorire il mantenimento di equilibri di potere preesistenti, senza sconvolgere gli assetti proprietari, specie ove ciò sia funzionale al reperimento di nuovo capitale di rischio; in generale, sui diversi interessi potenzialmente sottesi alla creazione di diverse categorie azionarie cfr. A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., 1313 ss.

Lo studio condotto da M. BECHT, Y. KAMISARENKA, A. PAJUSTE, *Loyalty Shares with Tenure Voting - A Coasian Bargain? Evidence from the Loi Florange Experiment*, in *ECGI Law Working Papers*, n. 398/2018 dimostra, anzi, che la stessa regola di *default*, in presenza di precise esigenze della società, viene spesso derogata: in questo caso, la conferma deriva dal fenomeno per cui, dopo l'entrata in vigore in Francia della *Loi Florange* (che ha mutato la regola di *default* per la distribuzione del voto nelle società quotate dal sistema *one share-one vote* ad un sistema di voto maggiorato, secondo cui, dopo un *loyalty period* di due anni, ossia un periodo di detenzione continuativa del titolo, agli azionisti vengono attribuiti due voti per ogni azione), la maggior parte delle società che adottavano il sistema "un'azione-un voto" ha espressamente effettuato un *opt-out* dalla nuova regolamentazione, volto a ripristinare il sistema precedente. Ciò dimostrerebbe che la regola legale non era stata adottata in mancanza di espressa regolamentazione da parte delle società, ma era dalle stesse effettivamente stata ritenuta la più efficiente ai fini della realizzazione dei propri interessi.

costituisce solo presidio al principio di proporzionalità tra potere e rischio ma, visto in un quadro di più ampio respiro, è uno dei significati che si può attribuire al principio di uguaglianza ed al tema della democrazia azionaria<sup>82</sup>, che pertanto ci si accingerà a trattare di seguito.

## 2.2. Il principio di uguaglianza e parità di trattamento.

Il tema del principio di uguaglianza e quello, conseguente, dell'esistenza di un principio di parità di trattamento degli azionisti si pone su un piano parzialmente diverso, e, come detto, più ampio dell'appena discussa regola *one share-one vote*, che ne costituisce una semplice declinazione.

Guardando, anzitutto, al dato normativo, il primo profilo, che costituisce la parte "statica" del generale principio di parità di trattamento, pare potersi individuare essenzialmente nella disposizione di cui all'art. 2348 c.c., che stabilisce che le azioni debbono avere uguale valore ed uguali diritti e, anche nel consentire, al comma 2, una parziale deroga, prevede che in caso di creazione di categorie di azioni dotate di diritti diversi, l'uguaglianza debba essere rispettata all'interno di ogni singola categoria. Non sembra esistere, invece, per quanto riguarda le società non quotate, una regola generale espressa che imponga di garantire la parità di trattamento di tutti i soci nella fase "dinamica" di esecuzione e modificazione del contratto sociale<sup>83</sup>.

---

<sup>82</sup> La regola un'azione-un voto si limita, infatti, a regolare l'aspetto quantitativo della distribuzione dei diritti secondo un principio plutocratico, che comporta che questi debbano essere attribuiti ed esercitati in misura strettamente proporzionale a quanto conferito; un principio di eguaglianza assoluto dovrebbe portare, invece, all'adozione della regola di *default* del voto capitaro anche nella S.p.A. (cfr. G. D'ATTORRE, *Il principio di uguaglianza*, cit., 7).

<sup>83</sup> La distinzione, inizialmente proposta dalla dottrina tedesca ed importata anche nel nostro ordinamento è, appunto, quella tra *Gleichberechtigung* e *Gleichbehandlung*, ossia tra parità dei diritti attribuiti ai soci sulla base del contratto sociale e parità di trattamento dei soci, nell'esecuzione di detto contratto, sulla base dei diritti loro spettanti: se, dunque, il primo termine del binomio pare riguardare la fase che abbiamo definito "statica", che coinvolge la distribuzione dei diritti nel momento della redazione dello statuto e si risolve, in ultima analisi, nel principio di uguaglianza, è il secondo termine che più direttamente si collega al vero e proprio principio della parità di trattamento nella fase "dinamica" di esecuzione del contratto sociale. Sul punto cfr. C. ANGELICI, *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir.*

Nonostante ciò, al pari di quanto accade per il principio di proporzionalità tra potere e rischio, è possibile individuare diverse disposizioni nell'ordinamento della società per azioni che paiono sottendere la necessità di garantire la parità di trattamento di tutti i titolari di azioni che si trovino nelle medesime condizioni: così, ad esempio, l'art. 2344 c.c. impone agli amministratori, nel caso in cui un socio non esegua entro 15 giorni dalla diffida i pagamenti dovuti, di offrire le azioni del socio moroso agli altri soci in proporzione alla loro partecipazione; ancora, nel caso di esecuzione di aumenti di capitale, l'art. 2441 c.c. conferisce ai soci un diritto di opzione, ossia il diritto di sottoscrivere le azioni di nuova emissione in misura proporzionale alla quota di capitale detenuta; parimenti, l'art. 2437-*quater* c.c. prevede che, a seguito del recesso di un socio, le azioni rimaste così "vacanti" siano offerte in opzione ai soci rimanenti. Non è, peraltro, difficile notare come a tutte queste norme sia in fondo sottesa la medesima *ratio*, ossia quella di consentire ai soci di mantenere lo stesso grado di partecipazione al capitale, in modo da non alterare il loro peso nello svolgimento corrente delle dinamiche assembleari e nella determinazione delle scelte della società<sup>84</sup>. Diverse considerazioni vanno, invece, chiaramente svolte per quanto

---

*comm.*, 1987, I, 3 ss.; F. D'ALESSANDRO, *La Seconda direttiva e la parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. soc.*, 1987, 6 ss.; G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci*, cit., 4 ss.

<sup>84</sup> G. DI CECCO, *Convertibilità e conversione*, cit., 85 ss. rileva che, se da un lato l'esistenza del principio di parità di trattamento non sia sostanzialmente mai stata messa in discussione, se non da una dottrina decisamente minoritaria, dall'altro molto più nebulose divengono le opinioni quando si tratti di individuarne il fondamento normativo e, di conseguenza, la sua concreta portata applicativa; non pare, però, discutibile, che in fin dei conti esso sia nei fatti utilizzato ogni qual volta si debbano affrontare problemi connessi al tema della "giustizia distributiva" tra i soci di società per azioni. A conferma di tale opinione, nell'approfondito studio di G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci*, cit., 26 ss., si rinviene una rassegna della giurisprudenza che si è a vario titolo riferita alla regola di trattamento egualitario dei soci, occupandosi, infatti, di questioni quali l'autorizzazione assembleare ai liquidatori per l'assegnazione ai soci di beni sociali di valore non proporzionale alle quote di partecipazione (Trib. Roma, 7 marzo 1958, in *Giur. it.*, 1985, 776), l'assegnazione di beni in natura a liquidazione della quota (App. Roma, 9 luglio 1959, in *Dir. fall.*, 1959, II, 630), l'aumento di capitale che risulti nei fatti unicamente preordinato alla riduzione delle partecipazioni dei soci di minoranza (App. Milano, 21 novembre 1961, in *Giur. it.*, 1962, 222), la riduzione di capitale per sua esuberanza e la liberazione di alcuni soci dall'obbligo di eseguire i conferimenti (App. Genova, 5 luglio 1986, in *Giur. comm.*, 1988, II, 730; Trib. Napoli, 10

riguarda il segmento delle società quotate, in quanto in questa sede la necessità del rispetto del principio di parità di trattamento è palese alla luce del disposto dell'art. 92 del Testo Unico della Finanza che, appunto, impone agli emittenti l'obbligo di assicurare uguale trattamento non solo a tutti i soci ma, più diffusamente, a tutti i portatori di strumenti finanziari che si trovino in identiche condizioni.

Lungi dal poter in questa sede esaminare compiutamente l'ampio dibattito sull'esistenza di un generale principio di parità di trattamento anche nelle società chiuse, basti dire che tutte le norme codicistiche poc'anzi citate debbono far propendere per una risposta tendenzialmente positiva<sup>85</sup>, ma che tenga conto di due ulteriori dati: da un lato, pur vigente, detto principio non potrà comunque ritenersi cogente al punto da essere sovraordinato ad altre esigenze, repute ancor più fondamentali nella regolamentazione e nella gestione di una società, quali quelle, rispettivamente, dell'autonomia privata e dell'efficienza<sup>86</sup>; dall'altro, non essendo,

---

ottobre 1996, in *Soc.*, 1997, 310), l'annullamento di una deliberazione avente ad oggetto la distribuzione delle riserve della società in misura non proporzionale tra i soci per effetto dell'esclusione dei soci divenuti tali dopo una determinata data (Cass., 7 aprile 1972, in *Foro it.*, 1972, I 1566), la determinazione delle modalità per l'acquisto di azioni proprie (Trib. Milano, 18 gennaio 1999, in *Giur. it.*, 1999, 2112).

<sup>85</sup> Vi è una parte della dottrina che ritiene, infatti, che, a dispetto dell'assenza di una norma codicistica espressa, la parità di trattamento debba ritenersi comunque uno dei principi cardine della società di capitali, proprio perché trova spazio e pratica applicazione nella previsione di numerose norme dedicate a diversi istituti o situazioni in cui si può incorrere nello svolgimento dell'attività di impresa. Esso non ha, tuttavia, i caratteri dell'assolutezza e dell'inderogabilità: sul punto si vedano G. OPPO, *Eguaglianza e contratto nelle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, I, 629; A. Mignoli, *L'interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 1958, 725 ss.; in generale, G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza*, cit.

A ciò deve aggiungersi il dato per cui il riferimento ad un principio di parità di trattamento è menzionato espressamente anche nella normativa europea dedicata specificamente alla società per azioni (già così era nella c.d. II direttiva del Consiglio, la n.77/91/CEE del 1976, oggi sostituita dalla direttiva 2017/1132/UE). Sul punto cfr. G.B. PORTALE, *Uguaglianza e contratto: il caso dell'aumento del capitale sociale in presenza di più categorie di azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1990, I, 732; D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nella società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo, G.B. Portale, vol. 3\*\*, Torino, 1993, 44 ss.; F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni*, cit., 3 ss.

<sup>86</sup> Cfr. G. OPPO, *Eguaglianza e contratto*, cit., 629 ss.; C. Angelici, *Parità di trattamento degli azionisti*, cit., 8; G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza*, cit., 151 ss.

appunto, lo stesso chiaramente delineato da una norma di legge, ma solo deducibile da alcune disposizioni societarie, ciascuna dedicata a un istituto peculiare, non si può pensare di arrivare a definirne un contenuto per così dire astratto ed unitario, prescindendo dalla sua relazione con le situazioni specifiche nelle quali esso viene in considerazione<sup>87</sup>.

Così, allora, pare opportuno, in questa sede, indagare la vigenza e l'eventuale applicazione del principio di parità di trattamento in relazione al solo strumento del voto condizionato, che sembra, tra l'altro, idoneo, per la sua natura, a generare

---

<sup>87</sup> In questo senso, vd. F. ACCETTELLA, *L'assegnazione non proporzionale delle azioni*, cit., 119 e N. DE LUCA, *Premi di fedeltà ed eguaglianza tra azionisti: riflessioni sull'art. 127-quater t.u.f.*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 42, che definisce quello di parità di trattamento un principio «privo di valenza precettiva autonoma» e F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni*, cit., 3, che lo ritiene in definitiva «riconducibile ad altri e più generali principi dell'ordinamento».

A conferma della tesi secondo cui l'eventuale necessità del rispetto del principio di parità di trattamento non può assumere contorni di assolutezza, ma va valutata caso per caso in relazione all'istituto oggetto di analisi, si veda L. STANGHELLINI, *I limiti statutari alla circolazione delle azioni*, Milano, 1997, 67 ss.: l'autore, infatti, nella sua trattazione non pare porsi il problema dell'esistenza di un principio di parità di trattamento per quanto concerne i possibili limiti imposti alla circolazione delle partecipazioni. Ciò spinge, dunque, a concludere che, se esiste un principio di parità di trattamento generale ed insito nel diritto societario, o, comunque, nel segmento relativo alle società per azioni, allora anche clausole, come quelle immaginate dall'autore, che, ad esempio, impediscano il trasferimento della partecipazione ad un soggetto non appartenente a una data famiglia (parametro ritenuto non rispettoso del principio di parità di trattamento nell'assegnazione dei diritti sociali agli azionisti, come si avrà modo di spiegare poco oltre), non sarebbero da ritenersi lecite; viceversa, se, come si sostiene, il principio deve essere fatto discendere dalle norme vigenti ed applicato caso per caso, certamente si potrebbe dire che un principio di eguaglianza nei diritti da attribuire agli azionisti è ricavabile dall'art. 2348 c.c., mentre nessuna simile norma è dettata nella sezione del codice relativa alla circolazione, non dovendo, dunque, la società garantire alcun diritto all'ingresso, indipendentemente dai motivi per cui questo sia negato. Specularmente, del resto, si noterà come, per certi profili, la disciplina relativa alla distribuzione dei diritti (e, per quel che qui ci occupa, dei diritti di voto) è più rigida di quella sulla circolazione: nel primo caso, infatti, la possibilità che la spettanza di un diritto dipenda dalla mera volontà di un organo è fatta oggetto di divieto di legge, mentre nel secondo caso la condizione meramente potestativa è ritenuta perfettamente lecita (pur solo se in presenza, *ex art. 2355-bis*, c. 2 c.c., di determinati correttivi, relativi, però, come vedremo, non al soggetto discriminato, ma incidenti sulla garanzia della possibilità di disinvestimento).

specifici elementi di problematicità in merito: in altre parole, occorrerà, dunque, domandarsi se, nella strutturazione e nell'elaborazione del contenuto della condizione, sia sufficiente far sì che essa sia formalmente eguale per tutti gli azionisti, qualora nasca per applicarsi a tutto il capitale, o per gli appartenenti ad una data categoria di azioni o se, invece, sia necessario anche garantire che, nella sua applicazione, essa non dia origine ad alcuna discriminazione di tipo sostanziale tra i possessori dei titoli.

### **2.2.1. *Segue.* Il principio di uguaglianza nella fase “statica” di redazione del contratto sociale.**

Quanto, dunque, al primo dei termini che compongono il generale principio di parità di trattamento, ossia al versante statico dell'eguaglianza, anche relativa, dei diritti attribuiti ai soci per il tramite dell'azione, occorre prendere in considerazione diverse circostanze nelle quali l'utilizzo dello strumento della condizione parrebbe poter creare profili di problematicità.

Anzitutto, bisogna porre mente alla circostanza per cui, in dipendenza dalla sua funzione e, conseguentemente, dalla sua formulazione, l'evento condizionante apposto al voto potrà essere suscettibile di realizzarsi contemporaneamente per tutte le azioni che vi sono sottoposte, oppure in momenti diversi per ciascun titolo.

Nel primo caso, ossia quello di realizzazione simultanea (si pensi, per esempio, ad una condizione che preveda che azioni con potere di voto depotenziato acquistino un voto pieno qualora la società non abbia conseguito utili sufficienti a corrispondere un dato dividendo minimo), non vi è dubbio che il principio di uguaglianza sia rispettato: il medesimo diritto al voto spetterà, nello stesso momento, a tutti i soci in egual misura. Analoghe considerazioni valgono, però, anche per il caso in cui la condizione sia predisposta in modo da non avverarsi per forza nello stesso momento per tutti i titoli azionari che vi sono sottoposti (si pensi, ad esempio, ad un evento la cui realizzazione dipende da un atto potestativo non mero o dal raggiungimento di una determinata soglia prestabilita di possesso azionario): se è vero che, in circostanze così fatte, può in concreto accadere che, in un dato momento, tra gli

azionisti proprietari di detti titoli, alcuni finiscano per avere effettivamente diritto al voto ed altri no, l'uguaglianza imposta dall'art. 2348 c.c. non può comunque ritenersi violata. Appare chiaro, infatti, che la sua sussistenza debba essere valutata rispetto all'evento astratto dedotto in condizione e non, invece, alla sua accidentale realizzazione concreta: pertanto, il principio di uguaglianza dovrà ritenersi rispettato ogni qualvolta l'evento condizionante sia suscettibile di realizzarsi sulla base dei medesimi presupposti per ciascun azionista.

Altro profilo di problematicità potrebbe derivare dalla scelta del parametro cui condizionare la spettanza del diritto di voto in capo alle azioni.

Così, mentre non paiono potersi sollevare dubbi sulla liceità di una condizione che impone limitazioni al voto spettante agli azionisti al raggiungimento di una data soglia di possesso azionario (che, d'altronde, altro non è se non una modalità di condizionamento già prevista dal legislatore con gli istituti del tetto di voto e del voto scalare codificati al comma 3 dell'art. 2351 c.c.), alcuni autori hanno sostenuto, traendo le loro conclusioni *a contrario* da questa norma, che non potessero, invece, immaginarsi condizioni di voto collegate a fattori o situazioni di fatto altre ed indipendenti dall'entità di detto possesso, giustificando tale opposizione con la considerazione che clausole siffatte sarebbero state, tra l'altro, idonee a violare il principio di parità di trattamento tra i soci<sup>88</sup>. Pur limitandosi detta dottrina a paventare l'inosservanza del principio, senza però chiarirne le ragioni, si può immaginare che esse dovrebbero risiedere nel fatto che, se già tutte le condizioni, indipendentemente dal loro parametro di riferimento, introducono un elemento di caratterizzazione personalistica nella struttura della società per azioni, occorrerebbe operare una ulteriore differenziazione tra limitazioni al voto dipendenti dal possesso azionario o limiti ancorati a fatti od eventi differenti: nel primo caso, infatti, se è vero che le limitazioni si applicano in maniera diseguale al capitale a seconda dell'entità del possesso del singolo azionista, è pure vero che esse si riferiscono, in ultima

---

<sup>88</sup> A. STAGNO D'ALCONTRES, Sub *art. 2351 c.c.*, in *Società di Capitali, Commentario*, a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 307; V. SANTORO, Sub *art. 2351*, cit., 151; R. SACCHI, *L'Intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a: profili procedurali*, Torino, 1990, 208.

istanza, pur sempre alle azioni (anche se cumulativamente considerate), che sono notoriamente titoli rappresentativi “oggettivi” e neutri rispetto alla persona del socio titolare; nel caso in cui, invece, i limiti al voto siano dipendenti da fattori diversi, il *discrimen* che incide sulla realizzazione della condizione è unicamente legato alla particolare situazione soggettiva dell’azionista (si pensi, ad esempio, al caso in cui sia richiesto che il socio sia in possesso di un determinato titolo di laurea per avere accesso al voto) e, pertanto, in quanto ancorato a parametri non oggettivi, potrebbe essere considerato incompatibile con il principio di cui sopra.

In realtà, tale rilievo non pare cogliere nel segno: l’obiezione relativa alla “personalizzazione” della società per azioni, che importerebbe la violazione di un principio di parità di trattamento, è, infatti, facilmente superabile osservando che l’elemento sul quale va compiuta la valutazione della “discriminatorietà” di una clausola non è tanto quello da cui la condizione viene fatta dipendere, ma la sua possibilità di realizzarsi in maniera eguale per tutti gli azionisti ai quali è imposta (in modo che sia garantita, tra l’altro, oltre alla fungibilità oggettiva propria del titolo azionario, anche la fungibilità soggettiva dei suoi possessori); in altre parole, anche laddove si dia rilievo ad un elemento di stampo personalistico, è sufficiente che la clausola che lo introduce abbia pur sempre i caratteri della generalità e dell’astrattezza<sup>89</sup>.

Premesso ciò, pare allora potersi concludere che debbono essere considerate ammissibili tutte le condizioni in qualche modo coerenti con la tecnica della suddivisione del capitale in azioni (ossia in partecipazioni tra loro omogenee, standardizzate ed idonee alla circolazione indipendentemente dall’identità del

---

<sup>89</sup> G. D’ATTORRE, *Il principio di eguaglianza*, cit., 117; nello stesso senso, pure se il tema è trattato con riguardo alla maggiorazione del voto nelle società quotate, cfr. P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, in *Riv. soc.*, 2015, 453, che ritiene che, pur spettando di *default* il beneficio del voto doppio a tutto il capitale, non è escluso che esso possa essere attribuito anche solo a singole categorie per il tramite di una condizione, purché questa si basi su circostanze oggettive, concepite come situazioni di portata potenzialmente generale.

soggetto detentore)<sup>90</sup> e che siano formulate in modo da potersi egualmente realizzare per chiunque versi in una situazione di fatto rappresentata in termini generali ed astratti; al contrario, violeranno il principio di parità di trattamento e non saranno, dunque, accettabili, condizioni strutturate in modo tale da assegnare il diritto di voto *ad personam* o ad un segmento prestabilito ed immutabile di soci<sup>91</sup>.

---

<sup>90</sup> C. ANGELICI, *Le azioni*, in *Il codice civile. Commentario*, diretto da P. Schlesinger, Milano, 1992, 66 ss.; G. FERRI JR., *Investimento e conferimento*, Milano, 2001, 188 ss.; N. DE LUCA, *Partecipazione «azionaria»*, cit., 906; G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza*, cit., 110 ss; G.A. RESCIO, *Tetti di voto*, cit., 246.

<sup>91</sup> Così, ad esempio, non paiono immaginabili condizioni ancorate al sesso o all'appartenenza a una determinata famiglia. Cfr. G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 185 e spec. nt. 204; L. CALVOSA, *La partecipazione eccedente*, cit., 203; della stessa opinione è la dottrina tedesca che si occupa del tema anche in ragione del fatto che, tra l'altro, nell'ordinamento nazionale espressamente vige il principio di parità di trattamento per la società per azioni chiusa (§ 53a dell'AktG): cfr. T. BAUMS, *Höchststimmrechte*, in *Die Aktiengesellschaft*, 1990, 222; K. SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht*, Köln, 1997, 857.

Più dubbio è il caso relativo alle condizioni ancorate a religione o cittadinanza: volendo adottare un approccio del tutto formalistico, infatti, non si tratta di circostanze assolutamente immutabili come quella dell'appartenenza ad una data famiglia ma, viceversa, di condizioni che un soggetto, che in un dato momento né è privo, sarebbe astrattamente in grado di soddisfare successivamente. Bisogna allora chiedersi se, in questo caso, il principio di parità di trattamento possa valere a rendere illecite condizioni siffatte: in altre parole se esso, oltre ad incorporare in sé tutti quegli aspetti di tutela delle questioni di giustizia distributiva cui si faceva riferimento *supra* e spec. nella nt. 84, comprenda anche un più generale principio di non discriminazione da ricercarsi nel grado più alto del nostro ordinamento, all'art. 3 della Costituzione. Una risposta a questo interrogativo richiederebbe, in realtà, uno studio approfondito sulla diretta applicabilità di principi (quale, appunto, quello di eguaglianza di cui all'art. 3 Cost.) che regolano i rapporti tra Stato e cittadini ai rapporti tra privati (senza pretesa di completezza, spunti utili sul tema si possono rinvenire in V. CRISAFULLI, *La costituzione e le sue disposizioni di principio*, Milano, 1953; M. GIORGIANNI, *Il diritto privato ed i suoi attuali confini*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1961, 391 ss.; A. GUARNIERI, *L'ordine pubblico e il sistema delle fonti del diritto civile*, Padova, 1974; P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, Napoli, 1991; L. MENGONI, *Autonomia privata e Costituzione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1997, I, 1 ss.; M. ESPOSITO, *Profili costituzionali dell'autonomia privata*, Padova, 2003), che non è possibile svolgere in questa sede, considerati i limiti della presente ricerca. Pare, tuttavia, interessante prendere in sommaria considerazione un esempio concreto che può stimolare qualche prima riflessione sul punto: l'art. 10 dello Statuto di Cattolica Assicurazioni (reperibile sul sito web della società all'indirizzo <https://www.cattolica.it>) impone, infatti, che «[n]on possono essere accettate le domande [di ammissione] di chi non professi

Se anche, poi, tutte queste considerazioni non dovessero valere a convincere i più scettici, è oggi la stessa legge a mettere un punto definitivo alla questione con l'introduzione, in forza del D.l. 91/2014, dell'istituto del voto maggiorato, ossia della possibilità, prevista per le società quotate<sup>92</sup>, di accordare una duplicazione del voto in capo a tutti quei soggetti che detengano le azioni per dato un periodo di tempo: trattasi, dunque, della codificazione della possibilità di introdurre una variazione alla regola di *default* sulla distribuzione del diritto di voto ancorata ad una condizione diversa ed indipendente, appunto, dall'entità del possesso azionario e legata, nella specie, al decorso di un dato lasso temporale identico per tutto il capitale. È, infatti, proprio assumendo come punto di partenza la disciplina di questo istituto che taluna

---

*la Religione Cattolica e non abbia manifestato sentimenti di adesione alle Opere Cattoliche».* Certamente vero è che le peculiarità del caso concreto sollevano una serie di considerazioni che lo rendono non perfettamente sovrapponibile al caso del condizionamento del voto nella S.p.A.: anzitutto, se è vero che nel caso di specie trattasi di società cooperativa, in cui evidentemente *l'intuitus personae* ha un ruolo assolutamente preminente rispetto a quello che ricopre nelle società capitalistiche, è pure vero che ogni S.p.A. è libera di introdurre qualsiasi tipo di limite alla circolazione della partecipazione, in particolare non ancorando il gradimento del soggetto eventualmente interessato ad acquistare la partecipazione a nulla, se non al mero gradimento di un organo sociale (che è, di conseguenza, legittimato ad operare qualsiasi tipo di discriminazione); si potrebbe allora sostenere che la legittimità di detta clausola deriva proprio dal fatto che la discriminazione è posta all'ingresso e, dunque, su di un soggetto che (ancora) non è parte del contratto e non ha, pertanto, diritto a tutela alcuna (sia essa rappresentata dal principio di parità di trattamento o meno). Pare, allora, che il punto focale del discorso debba risolversi in due interrogativi: il primo è se il principio di parità di trattamento tra soci includa in sé quello, di rango costituzionale, di non discriminazione sulla base di sesso, razza, lingua, religione, opinioni politiche, condizioni personali e sociali (che il precetto della nostra Carta dei Diritti riferisce peraltro alla dignità sociale e all'eguaglianza avanti alla legge, non menzionando, invece, i negozi privati); se il quesito dovesse avere risposta positiva, ci si potrebbe altresì chiedere se ci siano dei casi in cui detto principio di rango sovraordinato è derogabile ad opera dei privati (nel caso di specie, se si possa spingere sino ad imporre un "obbligo a contrarre" con un soggetto non gradito, e la risposta parrebbe essere negativa, rendendo quindi legittime le discriminazioni all'ingresso; se un soggetto, aderendo volontariamente ad un contratto sociale che preveda, per esempio, una discriminazione sulla base della fede religiosa quanto all'attribuzione di uno dei diritti sociali, come quello di voto, possa liberamente accettare tale menomazione).

<sup>92</sup> Ma nulla pare vietare che un meccanismo simile possa essere utilizzato anche dalle società chiuse. Si veda, sul punto, il par. 2.1. del secondo capitolo, dedicato all'utilizzo dello strumento del condizionamento del voto in funzione premiale.

dottrina afferma che «il principio di eguaglianza introdotto dall'art. 2348 c.c. non può ritenersi a priori incompatibile con forme di differenziazione delle posizioni giuridiche fondate su tecniche diverse dalle categorie azionarie» ed, in particolare, sulla base dell'identificazione di un gruppo di azionisti (e quindi, di una categoria non di azioni, ma di azionisti) portatori di interessi diversi ed omogenei tra loro: è il caso del voto maggiorato, per il quale, appunto, il *discrimen* si realizza sulla base della propensione *long-term* dei titolari delle azioni<sup>93</sup>.

Ecco così emergere, ancora una volta, una delle già evidenziate peculiarità dello strumento del condizionamento del voto, che lo distinguono da tutti gli altri metodi di alterazione del principio "un'azione-un voto": se, infatti, nel caso delle azioni senza voto, come nel caso di quelle a voto plurimo, la deviazione si realizza unicamente mutando le caratteristiche oggettive del titolo, l'istituto oggetto del presente studio consente, invece, di dare rilievo anche a circostanze di carattere soggettivo<sup>94</sup>.

Anche sulla scorta di tali considerazioni, non si può, dunque, che ribadire che, di là dal fatto che l'evento sia ancorato a circostanze oggettive o soggettive, il principio di eguaglianza deve ritenersi rispettato ogni qualvolta l'avveramento della

---

<sup>93</sup> Il riferimento è G.A. RESCIO, *Tetti di voto*, cit., 2016, 239 ss.

<sup>94</sup> In tale ottica, deve ormai ritenersi superata la visione tradizionale per cui, nella società anonima, vige un tendenzialmente rigido principio capitalistico-plutocratico e l'attribuzione dei diritti ai soci avviene solo sulla base della partecipazione e non di caratteristiche personali, tantoché ogni distinzione tra azionisti che non si basi sulla distinzione in categorie (così, ad esempio, l'attribuzione di una *golden share*) deve ritenersi avere carattere eccezionale. Oggi, infatti, l'ordinamento consente che siano previste diverse forme di distribuzione del voto non solo correlate al titolo, ma anche ad altri parametri, come, ad esempio, il tempo di detenzione in portafoglio dell'azione: si spezza, così, il legame indissolubile che tradizionalmente c'era tra possesso del titolo e misura dei diritti sociali. La possibilità di dare rilievo, nell'attribuzione dei diritti, a circostanze soggettive, non toglie che il mezzo e termine ultimo di riferimento per la loro assegnazione ai soci rimanga comunque lo strumento azionario, non potendosi in ogni caso mai giungere al riconoscimento di "diritti particolari" in capo a un singolo socio determinato (come avviene per la s.r.l. ai sensi dell'art. 2468, c. 3 c.c.). Sul punto, cfr. A. SACCO GINEVRI, *L'attribuzione di diritti particolari agli azionisti di lungo termine in una prospettiva comparata*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 231 ss.; A. POMELLI, *Autonomia statutaria e parità di trattamento tra soci: il caso dei limiti al possesso di quote sociali differenziati per categorie di soci*, in *Giur. comm.*, 2007, II, 866.

condizione dipenda da contingenze oggettivamente accertabili e potenzialmente verificabili per tutti i soci ad essa sottoposti, idonee, dunque, a selezionare gli azionisti di volta in volta soggetti al limite in maniera non arbitraria e tale da non risultare, nei fatti, compatibile solo con azionisti personalmente identificabili.

Rimane, per completezza, da domandarsi se le limitazioni o gli incrementi di voto previsti per tutto il capitale sociale sinora presi in considerazione, possano altresì essere fatti oggetto di un diritto particolare attribuibile ad una categoria speciale di azioni. Se taluni ritengono che tale possibilità sia preclusa, in ragione del fatto che, essendo questi istituti attinenti alla «posizione ed al peso deliberativo del singolo socio, non invece al contenuto dell'azione»<sup>95</sup>, una loro applicazione ad una singola categoria di azioni violerebbe proprio il principio di parità di trattamento<sup>96</sup>, vi sono, invece, altri autori che condivisibilmente, non riscontrano alcun problema sul punto<sup>97</sup>: nell'un caso, la creazione di categorie di azioni, il cui voto sia

---

<sup>95</sup> Così si esprime M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di G.E. Colombo, G.B. Portale, vol. 2\*, Torino, 1991, 50, nt. 21.

<sup>96</sup> Cfr. ancora V. SANTORO, *Sub art. 2351*, cit., 151; A. BLANDINI, *Le azioni a voto limitato*, cit., 483.

Anche tra le fila della dottrina tedesca vi sono degli autori che paiono supportare questa teoria, ritenendo che l'applicazione di tetti di voto a singoli segmenti, e non a tutto il capitale sociale, produrrebbe ora un'indiretta violazione del divieto di voto plurimo, ora del principio di parità di trattamento. In realtà, detta posizione è da interpretarsi nel senso che, posto che il § 134 AktG relativo alle limitazioni al diritto di voto letteralmente vieta la loro attribuzione "ad personam", la dottrina correttamente ritiene che dette limitazioni non possano essere riferite ad una caratteristica soggettiva dell'azionista; diverso sarebbe, invece (e nessuna violazione della parità di trattamento sarebbe in questo caso riscontrabile) se i limiti al voto collegati al possesso azionario venissero "oggettivizzati" e previsti come "diritto particolare" di una categoria (per riferimenti bibliografici vd. nota successiva).

<sup>97</sup> Nella dottrina nazionale, cfr. L. CALVOSA, *La partecipazione eccedente*, cit., 202; N. ABRIANI, *Sub art. 2351 c.c.*, cit., 329; A. STAGNO D'ALCONTRES, *Sub art. 2351 c.c.*, cit., 307; M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum di G.F. Campobasso*, a cura di P. Abbadessa, G.B. Portale, vol. 1, Torino, 2006, 594; G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza*, cit., 107; U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2007, 971; G.A. RESCIO, *Tetti di voto*, cit., 237; A. POMELLI, *Le azioni speciali «Il Sole 24 Ore» e i limiti ai possessi azionari nelle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 960 ss.; cfr. anche CIRCOLARE ASSONIME 10/2015, in *Riv. soc.*, 2015, 531 e CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 136 del 14 maggio 2014, *Azioni a voto contingentato o scaglionato*.

risolutivamente condizionato al raggiungimento di una data soglia percentuale di possesso azionario, non sarebbe altro che la modalità «*per applicare in modo non uniforme delle limitazioni di voto all'interno della società*»<sup>98</sup>; nell'altro, una maggiorazione del voto, sospensivamente condizionata al possesso continuativo del titolo per un dato periodo, che sia attribuita ad una sola categoria, sarà legittima e ragionevole in tutti i casi in cui la società abbia interesse a garantire la presenza prolungata, all'interno della sua compagine, solo di un dato segmento di soci.

Un ultimo interrogativo cui pare opportuno dedicare qualche considerazione riguarda la possibile previsione di condizioni che siano formalmente rispettose del principio di parità di trattamento, ma, nella sostanza, comportino discriminazioni tra i soggetti aderenti alla compagine. Si pensi, ad esempio, al caso di una società la cui attività e i cui soci abbiano un forte legame con un dato territorio e in cui si preveda, ad esempio, che, in caso di terremoto o altra calamità naturale, ai soci residenti nelle zone colpite verrà attribuito un diritto di voto doppio: immaginando che la *ratio* della maggiorazione sia quella di "compensare" i soci per il danno subito, sarebbero esclusi dal beneficio coloro che avessero solo il domicilio nella stessa zona, pur avendo subito un danno equivalente. Di là dall'inverosimiglianza di una clausola così fatta, che finisce per renderla, di fatto, un caso di scuola, si rileva comunque che, nemmeno in questo caso, pare possa porsi un tema di violazione della parità di trattamento: ancora una volta, infatti, si deve rimarcare che la discriminazione non deve essere valutata sulla base della scelta o, ancor peggio, della ragionevolezza intrinseca dell'elemento condizionante in sé, ma, piuttosto, sulla possibilità, per la

---

Tuttavia, anche nella dottrina tedesca si riscontrano diverse posizioni permissive vd. S. KALSS, *Das Höchststimmrecht als Instrument zur Wahrung des Aktionärseinflusses*, San Domenico di Fiesole, 1992, 76; U. IMMENGA, *Grenzen einer nachträglichen Einführung von Stimmrechtsbeschränkungen*, in *BB*, 1975, 1044 ss.: tali autori ritengono che, potendosi creare azioni del tutto prive del diritto di voto, nulla osterebbe alla sola limitazione di detto diritto, qualunque sia il parametro su cui la stessa si basa; l'unica eccezione riguarda le azioni senza diritto di voto, per le quali, in base al § 140 AktG, sarebbe garantita la sua rinascita come controbilanciamento alla mancata distribuzione di dividendi: in questo caso, il voto che viene attribuito in funzione compensativa deve forzatamente essere pieno e non può subire alcuna limitazione, nemmeno al raggiungimento di una determinata soglia percentuale.

<sup>98</sup> Così si esprime G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 64.

condizione, di realizzarsi in maniera eguale per tutti i soci che versino nelle stesse circostanze.

A chiusura delle considerazioni svolte nel presente paragrafo, occorre brevemente investigare sui rimedi approntati dall'ordinamento per il caso in cui una condizione violi il principio di parità di trattamento, come sinora delineato, nella sua parte "statica": risolvendosi una situazione siffatta in una infrazione del principio di uguaglianza e, in ultima analisi, dell'art. 2348 c.c., che è da considerarsi norma imperativa, non pare si possa configurare che una fattispecie di nullità della clausola<sup>99</sup>.

### **2.2.2. *Segue.* Il principio di parità di trattamento nella fase "dinamica" di esecuzione del contratto sociale.**

Anche nel passaggio alla considerazione della fase "dinamica" che involge il principio di parità di trattamento nell'esecuzione del contratto sociale, diversi sono gli aspetti che meritano l'attenzione dell'interprete.

Anzitutto, si fa rilevare che sinora si è fatto riferimento a casi in cui la realizzazione della condizione segue automaticamente al verificarsi dell'evento; è, però, altresì possibile che essa non dipenda da un evento meramente oggettivo e predeterminato, ma che il suo realizzarsi debba essere mediato dal necessario intervento di un organo sociale, sia esso identificato nell'assemblea (e, quindi, nella maggioranza dei soci) o nel consiglio di amministrazione: in questo caso, ci si deve, dunque, domandare se il principio di parità di trattamento incida non solo sulla necessità di garantire eguaglianza tra gli azionisti (della stessa classe) in punto di distribuzione dei diritti, ma se esso valga anche come limite per così dire "esterno" al libero agire degli organi sociali. La risposta pare potersi trarre, per analogia, dal caso contiguo della sospensione del diritto di voto prevista dall'art. 2344 c.c. per il caso del socio in mora nell'esecuzione del conferimento<sup>100</sup>: posto che la scelta di richiedere il

---

<sup>99</sup> Sulle conseguenze derivanti dalla nullità di una clausola che preveda il condizionamento del diritto di voto, si rimanda al par. 5.1 del cap. III.

<sup>100</sup> Il riferimento è particolarmente calzante se si considera che diversi interpreti avvicinano il meccanismo previsto dalla norma ad una condizione (legale, non statutaria) imposta al

versamento dei conferimenti mancanti è senza dubbio un atto di tipo gestorio, che dipende dalla libera e discrezionale valutazione che gli amministratori in ogni momento compiono relativamente alla necessità della società di acquisire risorse finanziarie eventualmente mancanti, è pure vero che, una volta compiuta detta scelta, il principio di parità di trattamento dovrebbe imporre che gli amministratori non solo debbano pretendere i pagamenti dovuti da tutti i soci che si trovino nella medesima condizione, ma anche che agli stessi azionisti venga richiesto il versamento della medesima porzione (proporzionale) di conferimento mancante<sup>101</sup>. Basti per ora, dunque, assumere che la stessa regola di comportamento deve valere come vincolo all'agire dell'organo anche nel caso in cui lo stesso intervento sia richiesto agli amministratori<sup>102</sup> o all'assemblea<sup>103</sup>, qualora essi abbiano potestà di incidere sul realizzarsi di una condizione che importi una variazione (premiale o peggiorativa) al diritto di voto attribuito a tutte le azioni (o ad una categoria di azioni). La reazione all'inottemperanza al principio di parità di trattamento non parrebbe potersi realizzare, in questo caso, se non attraverso lo strumento dell'azione di responsabilità della società e dei soci, nel caso di scorrettezze nell'agire degli

---

diritto di voto. Si vedano E.M. TRIPPUTI, *Questioni in tema di scaglionamento del diritto di voto, divieto di concorrenza del socio e sanzioni statutarie per la violazione di tale divieto*, in *Giur. comm.*, 2010, II, 323; F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni*, cit., 95; più in generale sul tema della sospensione legale del diritto di voto, G. OPPO, *La sospensione legale del voto nelle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, I, 3 ss.

<sup>101</sup> M. CAMPOBASSO, *Sub art. 2344 c.c.*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Milano, 2016, vol. I, 434; M. EREDE, *Sub art. 2344 c.c.*, in *Costituzione-Conferimenti*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2007, 456 e spec. nt. 23; M.S. SPOLIDORO, *I conferimenti in danaro*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo, G.B. Portale, 1\*\*, Torino, 2004, 395.

<sup>102</sup> Riservandosi di valutarne l'ammissibilità nel prosieguo (cap. II, par. 2.4), si pensi ora, per semplicità, al caso in cui un divieto di concorrenza, con pena la sospensione del diritto di voto, sia imposto per via statutaria ai soci di una società per azioni e la verifica di tale attività concorrenziale sia riservata all'organo amministrativo.

<sup>103</sup> Si pensi al caso in cui la reviviscenza del diritto di voto in capo ad azioni che ne siano prive dipenda dalla mancata distribuzione degli utili per un certo lasso di tempo: la scelta di procedere alla distribuzione del dividendo dipende, in ultima analisi, da una delibera adottata a maggioranza dall'assemblea ordinaria.

amministratori, o dell'impugnazione della delibera per abuso di maggioranza, nel caso in cui la violazione si realizzi tramite decisione dell'assemblea ordinaria.

Differente, ma strettamente collegato discorso concerne, poi, il grado di discrezionalità (che, per espressa previsione legislativa di cui all'art. 2351, c. 2 c.c., non può certo essere illimitata) che deve essere concesso a detti organi nell'assunzione della decisione che incide, a monte, sul realizzarsi della condizione; di tale problema pare, tuttavia, opportuno occuparsi nel prosieguo, trattando dei limiti "interni" imposti dalla legge per la costruzione della condizione e, in particolare, del divieto di "potestatività mera"<sup>104</sup>.

Vi è, infine, da affrontare il problema della dimensione che il principio di parità di trattamento deve assumere nella modifica delle clausole attributive dei diritti sociali e, nel caso di specie, di quella che contiene la condizione di voto<sup>105</sup>. La regola generale richiede che nessuna alterazione, specie in senso peggiorativo, dei diritti spettanti al titolo possa essere apportata senza il consenso del socio pregiudicato: prova ne è la previsione dell'art. 2376 c.c., che regola l'istituto dell'assemblea speciale, nella quale sono riuniti i soci titolari di azioni appartenenti ad una categoria, e che permette loro di approvare o respingere delibere dell'assemblea ordinaria che pregiudichino i loro diritti<sup>106</sup>. Lo stesso istituto non opera, invece, chiaramente, in

---

<sup>104</sup> Si rinvia al successivo par. 3.1 del presente capitolo.

<sup>105</sup> Si precisa che in questa sede ci si occuperà del solo caso delle modifiche alla clausola condizionante che comportino un mutamento direttamente attinente alla misura o alle modalità di esercizio del voto, circostanza in cui, dunque, potrebbe venire in rilievo il principio di parità di trattamento. Del diverso caso e più generale caso della modifica del contenuto della clausola ed, in particolare, dell'evenienza in cui essa imponga una situazione di patii a carico del socio titolare dell'azione ci si occuperà nel prosieguo, al par. 4 del cap. III, dedicato alle ricadute disciplinari che derivano dall'adozione in statuto dello strumento del voto condizionato.

<sup>106</sup> È appena il caso di far notare, dunque, che se la modifica della clausola ha carattere unicamente migliorativo, non si porrà alcun problema di sorta: del che, per esempio, la rimozione di una condizione sospensiva apposta al voto, nel senso di una attribuzione del diritto pieno al socio che, in ragione della condizione ne era privo, è una decisione che l'assemblea straordinaria potrebbe comunque sempre adottare, anche senza il necessario vaglio dell'assemblea speciale. Se, invece, l'alterazione dei diritti fosse *in peius*, andrebbe sottoposta alla necessaria approvazione di cui all'art. 2376 c.c.: e si noti, tra l'altro, che detto

assenza di divisione del capitale in diverse categorie di azioni e, quindi, nel caso in cui la condizione si applichi a tutto il capitale; anche in questa ipotesi può, tuttavia, accadere che il diritto di alcuni soli soci venga ad essere compresso in forza di una decisione presa da una maggioranza non pregiudicata dalla modifica: si pensi, ad esempio, all'imposizione di un tetto di voto ad una soglia di possesso azionario diversa da quella originariamente prevista, così da alterare *in peius* la capacità proporzionale di solo alcuni soci di incidere sulle decisioni sociali<sup>107</sup>. Si potrebbe, in questo caso, pensare, allora, di fare appello al principio di parità di trattamento, che si è individuato, tra l'altro, proprio in apertura di questo capitolo, in tutte quelle disposizioni, prima fra tutte quella sul diritto di opzione, poste a presidio della possibilità, per il singolo azionista, di mantenere il proprio peso partecipativo in società, al fine di evitare che, tramite una modifica, pur generale, del contenuto della condizione, solo alcuni soci vengano ad essere sostanzialmente pregiudicati nella misura dei loro diritti, senza aver espresso il loro consenso: tuttavia, la parità di trattamento non pare potersi spingere fino ad imporre la necessità di un consenso unanime della compagine sociale interessata dalla modifica, poiché ciò si porrebbe, tra l'altro, in contrasto, con un altro dei principi cardine regolatori della dinamica assembleare della società per azioni, che è, appunto, il principio maggioritario; l'unico rimedio in questo caso consentito al socio che subisca un pregiudizio di natura "riflessa" sarà quello del libero esercizio del diritto di recesso<sup>108</sup>.

---

meccanismo di autorizzazione da parte dell'assemblea speciale ha carattere imperativo e, pertanto, i soci titolari di questo strumento di tutela non possono rinunciarvi preventivamente, ossia prima di conoscere il contenuto della modifica dei diritti collegati al loro titolo. In tal senso, per tutti cfr. C. COSTA, *Le assemblee speciali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol 3\*\*, Torino, 1993, 534 ss.

<sup>107</sup> F. D'ALESSANDRO, *La Seconda direttiva e la parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. soc.*, 1987, 1 ss.; G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 212.

<sup>108</sup> È il caso di modificazione dei diritti di voto di cui all'art. 2437, comma 2, lett. g) c.c., nel quale, peraltro, il recesso pare spettare in qualunque caso di modificazione non accettata dei diritti, sia essa migliorativa, peggiorativa o neutra; nel caso, invece, di modifica effettivamente peggiorativa, per i soli azionisti speciali detta tutela, garantita dal diritto di recesso, concorrerà con quella attuabile tramite l'istituto dell'assemblea speciale ex art. 2376 c.c. Del tema si occupa G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza*, cit., 239 ss.; cfr. anche le

---

considerazioni svolte da Trib. Perugia, 29 febbraio 2008, con nota di E.M. TRIPPUTI, *Questioni in tema di scaglionamento del diritto di voto*, cit., 304 ss., che osserva che, alla luce della riforma del diritto societario del 2003, si può ritenere che anche le modifiche statutarie radicali (ad esempio, il caso di introduzione o rimozione di vincoli alla circolazione delle azioni ex art. 2437, comma 2, lett b c.c. o quello di trasformazione eterogenea da società di capitali di cui all'art. 2500-septies c.c.) siano adottabili a maggioranza; medesime considerazioni valgono, quindi, in qualsiasi caso di lesione dei diritti individuali di singoli soci attuati per mezzo dell'adozione di una delibera assembleare, non potendosi, invece, immaginare un caso di nullità della delibera stessa per violazione di norma o principio imperativi. Nello stesso senso G. DI CECCO, *Convertibilità e conversione*, cit., 91 ss. fa osservare che, specie alla luce della riforma del diritto societario del 2003, non paiono potersi rinvenire nell'impianto normativo della società azionaria, salvo rarissimi casi espressamente disciplinati, diritti individuali dei soci che non siano tangibili dalla maggioranza: il singolo azionista si trova, dunque, in una posizione di assoluta sudditanza rispetto al valore dell'efficienza decisionale e della libertà di organizzazione della società e l'unico bilanciamento a detta condizione risiede nell'ampliamento, ad opera della novella medesima, delle ipotesi in cui è possibile abbandonare la compagine esercitando il diritto di recesso e recuperando il valore del proprio investimento (nello stesso senso cfr. anche A. CAPIZZI, *Conversione obbligatoria di azioni di risparmio in ordinarie, parità di trattamento, alienazione di azioni di s.p.a. ante causam e perdurante titolarità del diritto al risarcimento ex art. 2377, 3° co., c.c.*, in *Giur. comm.*, 2013, II, 293; in senso parzialmente contrario, dubita dell'effettiva esistenza di un rapporto biunivoco tra l'abbandono della regola dell'unanimità e l'attribuzione del diritto di pretendere la liquidazione della quota C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, 2009, 105 ss.).

Esempi dell'assoluta prevalenza del principio maggioritario su qualsivoglia diritto individuale dei soci all'approvazione di modifiche fondamentali all'unanimità si rivengono in numerose fattispecie: nella disciplina della trasformazione eterogenea, che consente che la maggioranza (certo rafforzata, ma pur sempre non coincidente con l'unanimità) determini un cambiamento così radicale da comportare, tra l'altro, il passaggio da un sistema di attribuzione del voto su base plutocratica ad uno su base capitaria (G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 218 e nt. 54) e, più in generale, la causa stessa originariamente posta alla base dell'adesione al contratto sociale (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, vol 6\*, Torino, 1993, 108 ss.); nel caso della revoca dello stato di liquidazione, in cui qualsivoglia diritto soggettivo del socio ad ottenere la quota di liquidazione al verificarsi di una causa di scioglimento è neutralizzabile ad opera della maggioranza (cfr. ancora G. MARASÀ, *Modifiche del contratto sociale*, cit., 110 ss.); nell'introduzione della possibilità di decidere, anche senza il consenso unanime dei soci, una distribuzione non proporzionale delle partecipazioni delle società beneficiarie in ipotesi di scissione ex art. 2506-bis, c. 4 c.c. (G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza*, cit., 244 ss.; O. CAGNASSO, *Sub art. 2506-bis*, in *Il nuovo diritto societario*, vol. 3\*\*\*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2004, 2363); infine, per quanto specificamente concerne il diritto di voto, la legittimazione della maggioranza a

Tutte le osservazioni svolte finora paiono, dunque, utili a condurre l'interprete ad una sintesi e conclusione più generale, e cioè quella per cui si può anzitutto affermare che non ogni sistema non proporzionale nell'assegnazione del diritto di voto alle azioni altera la parità di trattamento tra gli azionisti, la quale, perlomeno così ampiamente intesa, non è allora da ritenersi un principio sovraordinato ed inderogabile nell'attuale sistema della società per azioni chiusa; ci sono, invece, casi in cui la maggioranza è di per sé autorizzata alla modifica degli equilibri di voto, con la sola scelta lasciata agli azionisti pregiudicati e non consenzienti di accettare tale variazione o uscire dalla compagine sociale<sup>109</sup>. Pertanto, la modifica di una condizione applicata a tutto il capitale, che incida in maniera peggiorativa sull'entità del potere deliberativo di una sola parte degli azionisti, non pare ledere la parità di trattamento, chiaramente a patto che l'evento condizionante, pur rimodulato, sia sempre espresso in termini generali ed astratti; diversamente, e nel solo caso in cui la delibera leda i generali principi di buona fede e correttezza nell'attuazione del contratto sociale, sorgerà una facoltà di impugnazione della delibera (per abuso di

---

modificare «i diritti di voto e di partecipazione» delle azioni segna il tramonto definitivo dell'idea che vedeva il diritto al voto come situazione soggettiva dell'azionista dotata di tutela più incisiva di tutte le altre.

Vale, infine, la pena di precisare che argomentazioni del tutto diverse vanno svolte per il caso in cui ad essere modificato (e financo pregiudicato) da una decisione della maggioranza non sia un diritto attribuito al socio, ma un obbligo allo stesso imposto: in questo caso, infatti, nulla potrà essere deciso in assenza (perlomeno) del consenso dei soci sui quali grava la modifica. Del tema ci si occuperà oltre, in una sede più pertinente, nel par. 4, cap. III.

<sup>109</sup> È appena il caso di far notare che, comunque, tale diritto di recesso spetta solo in caso di modifica diretta dei diritti di voto; diversamente, se si estendesse a qualsiasi modifica, anche indiretta, la facoltà di abbandonare la compagine sociale in una serie così ampia di casi avrebbe un effetto dirompente sulla stabilità patrimoniale della società. Sul punto, senza pretesa di completezza, si vedano C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, cit., 184 ss.; M. VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Milano, 2012, 12 ss.; ID., *Modifiche di diritto, indirette e di fatto del diritto di voto e recesso nelle s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2015, II, 1055 ss.; ID., *Ancora sulle modifiche dei diritti di voto e partecipazione dei soci e diritto di recesso*, in *Giur. comm.*, 2017, II, 177 ss.; M. STELLA RICHTER JR., *Parere sul "punto g" dell'art. 2437 cod. civ. (e su altre questioni meno misteriose)*, in *Riv. not.*, 2017, 362 ss.; ID., *Ancora in tema di recesso e di «modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto e di partecipazione»*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, II, 149 ss.

maggioranza). Ancora, il principio di parità di trattamento non potrà spingersi sino ad essere inteso in maniera statica ed insuperabile, come mero limite esterno all'agire degli organi sociali: in altre parole, all'azionista pregiudicato non spetta, anche in caso di discriminazione, alcun diritto "reale" di veto sulla sua realizzazione, ma solo un più limitato diritto di recesso, ossia un rimedio meramente obbligatorio, volto alla compensazione della lesione con l'attribuzione del diritto alla monetizzazione della partecipazione; ciò non vuol dire, tuttavia, che gli organi sociali, nella loro libertà di agire, possono operare qualsiasi tipo di discriminazione del tutto senza ostacoli: essi, infatti, di nuovo, incontrano il limite della compatibilità della loro azione con l'interesse sociale generale, del rispetto dell'obbligo di buona fede e correttezza nella realizzazione del contratto sociale e del divieto di causare un pregiudizio patrimoniale diretto ai soci coinvolti nell'operazione.

### **3. Limiti interni.**

Oltre ai limiti "di principio" appena analizzati, occorre ora prendere in considerazione le restrizioni direttamente previste dall'unica norma che specificamente si occupa del diritto di voto sottoposto a condizione: l'art. 2351, c. 2 c.c. stabilisce, infatti, da un lato, che le particolari condizioni non possono avere il carattere della mera potestatività; dall'altro, che le categorie di azioni con voto subordinato al verificarsi di dette condizioni, insieme con quelle con diritto di voto limitato a determinati argomenti o del tutto prive del voto, non possono superare il limite quantitativo della metà del capitale sociale. Se queste previsioni appaiono *prima facie* chiare, una loro più attenta considerazione conduce l'interprete a constatare che, per quanto concerne il primo precetto, appare innanzitutto necessario definire cosa si debba intendere per potestatività "mera" e, in secondo luogo, chiarire quali siano le conseguenze della apposizione di condizioni che si pongano in violazione del limite imposto dalla norma; per quanto, invece, riguarda il secondo divieto, occorre intendersi sia sulla sua portata, per stabilire, in particolare, se possa essere applicato al di fuori dei confini delle categorie di azioni, sia, più in generale, sul suo attuale significato, anche alla luce delle considerazioni relative alla

precettività del principio di proporzionalità tra potere e rischio sinora svolte.

### 3.1. Il limite della mera potestatività.

Il primo limite espressamente incluso nella disposizione di cui all'art. 2351, c. 2 c.c. è quello per cui, qualora la società (nell'espressione della propria autonomia privata) opti per la creazione di una categoria di azioni con voto subordinato al verificarsi di una condizione, quest'ultima non potrà essere "meramente potestativa".

Come già si è avuto modo di osservare, il dettato normativo relativo all'istituto del voto sottoposto a condizione è assai scarno e numerosi sono gli interrogativi che possono, dunque, sorgere attorno a detta previsione.

Il primo riguarda senz'altro l'indagine relativa alla disciplina applicabile: se, infatti, la lettera della norma pare richiamare alla mente la condizione (sospensiva), intesa come elemento accidentale della fattispecie contrattuale regolata dal diritto civile generale<sup>110</sup>, altrettanto evidente appare che quel *corpus* normativo, previsto

---

<sup>110</sup> Secondo la dottrina civilistica generale, «l'attribuzione ad un soggetto di un potere che, esercitato, produce conseguenze anche su altre situazioni deve avere, come qualsiasi altra situazione, una meritevole ragione giustificatrice»: così, P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, cit., 258 ss.; in assenza di dette ragioni, la subordinazione dell'efficacia di un contratto alla mera potestatività di un soggetto deve intendersi vietata.

Per quanto, nel caso della condizione meramente potestativa apposta al diritto di voto spettante alle azioni, sia difficile negare l'implicito richiamo all'art. 1355 c.c., in assenza di qualsiasi altra ragione giustificatrice (se un'azione può essere totalmente priva del diritto di voto, in linea puramente teorica la sua attribuzione, pur subordinata alla mera volontà di un soggetto, sarebbe comunque un *quid pluris*) o riferimento endosocietario (così A. BLANDINI, *Le azioni a voto limitato nella riforma*, cit., 475), è appena il caso di far notare che detto riferimento non è esplicito, come invece accade per altre fattispecie societarie che operano un richiamo al diritto civile generale: è il caso, ad esempio, dell'art. 2260 c.c. che, nel disciplinare la carica amministrativa per le società di persone, richiama l'istituto del mandato. Anche in questa circostanza, peraltro, nonostante il rinvio implicito, è chiaro che le norme del diritto civile generale possono trovare applicazione solo in quanto compatibili con la peculiare fattispecie societaria: e così, per esempio, si ritiene che, in ragione dell'inscindibilità logico-giuridica tra la qualità di socio e la carica amministrativa, non sia normalmente necessario un atto di nomina, che formalmente incarichi il socio della funzione gestoria; di conseguenza, quindi, è ragionevole sostenere che la revoca di detto compito amministrativo possa

tipicamente nella sfera regolatoria del contratto bilaterale, mal si concilia, specie in punto di patologia e rimedi, con la diversa natura associativa del contratto di società<sup>111</sup>; d'altra parte, allora, guardando al più ristretto ambito del diritto societario, è possibile individuare almeno un altro caso in cui la legge si confronta con il problema dell'espressione di mera volontà da parte di organi sociali o altri soci, ossia quello della clausola di mero gradimento quale possibile limitazione statutaria alla circolazione delle azioni (o, meglio, all'iscrizione del trasferimento del titolo nel libro dei soci<sup>112</sup>).

Di là dall'elemento di convergenza dato dal fatto che, in entrambe le situazioni, si faccia riferimento alla limitazione imposta ad un diritto e dipendente dalla mera volontà di un dato soggetto, il parallelo tra i due istituti non pare affatto privo di senso laddove, prestando attenzione ai possibili interessi sottesi all'adozione di clausole siffatte, si arriva a constatare che esse hanno finalità largamente sovrapponibili, che si concretano, in ultima analisi, nel controllo dei soggetti che agiscono nella compagine sociale; gli obiettivi ultimi cui la società mira, servendosi di

---

avvenire solo per giusta causa, al contrario di quanto avviene per il mandato che, salvo il risarcimento di eventuali danni, è revocabile *ad nutum* ai sensi dell'art. 1725 c.c.

Sul tema dell'applicabilità del diritto generale dei contratti al contratto associativo si veda G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 73 e spec. nt. 65 e 66.

<sup>111</sup> Se, infatti, la condizione apposta al negozio giuridico bilaterale incide sull'efficacia del contratto stesso e, qualora meramente potestativa, ne importa la radicale nullità, lo stesso non può dirsi per la condizione di cui all'art. 2351, c. 2 c.c., che si limita ad influire sulla possibilità di esercitare un diritto collegato al titolo azionario (e, nella specie, quello di voto), senza poter avere alcun effetto sulla sopravvivenza del singolo vincolo societario, né, men che meno, dell'intero contratto associativo.

<sup>112</sup> Così, esemplificativamente, L. STANGHELLINI, Sub art. 2355-bis c.c., in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 561 ss. fa notare che «lo statuto non può incidere sul regime di circolazione della partecipazione intesa come bene, ma può soltanto impedire che chi ha acquistato la partecipazione in violazione eserciti i diritti sociali.»; ciò può dipendere dall'espressione di un *placet* da parte di un soggetto che può essere un organo sociale (ed è il caso tipico) o in teoria anche un terzo (caso di fatto sconosciuto alla prassi). Chiarito questo profilo, da qui in avanti, per semplicità espositiva, si farà riferimento, pur utilizzando una locuzione non rigorosa, a “divieti o limiti all'alienazione” dei titoli, come la stessa dottrina che si occupa del tema usa fare.

tali strumenti, possono, poi, essere i più vari: tra questi, i più comuni sono quello di riservare la partecipazione all'attività deliberativa solo a coloro che risultino essere in possesso di determinate caratteristiche soggettive o requisiti oggettivi predeterminati per via statutaria<sup>113</sup> e quello di tutelare il gruppo di controllo nell'evenienza di scalate ostili<sup>114</sup>.

Posto che tali strumenti incidono in maniera limitativa su regole ritenute fondanti il sistema della società capitalistica, quali il principio proporzionale-plutocratico e quello di libera trasferibilità dei titoli, appare sempre necessario anzitutto sondare se vi sia un interesse superiore della società che giustifichi detta deroga. Nessun dubbio pare, invece, potersi avanzare quanto alla loro intrinseca legittimità: pur introducendo elementi di stampo personalistico in un ente dalla spiccata vocazione capitalistica, in cui l'identità degli aderenti alla compagine dovrebbe essere indifferente e la loro partecipazione rappresentata dal neutrale strumento azionario, essi mantengono un sufficiente grado di oggettività. Infatti, nel caso della clausola di gradimento, la valutazione della persona dell'acquirente si svolge anteriormente al momento della determinazione della sua partecipazione, per cui, una volta concesso il *placet*, la sua situazione sarà identica a quella di tutti gli altri soci; per quanto, invece, concerne lo strumento del condizionamento del voto, il privilegio che da esso discende non è attribuito in maniera specifica ad uno o più soci determinati, ma spetta indifferentemente a tutti i soggetti che si trovino in una determinata situazione, è sempre e comunque legato al possesso del titolo azionario e non alla persona del suo titolare e, parimenti, si trasferisce o viene meno in ragione

---

<sup>113</sup> Considerazioni in merito alle finalità dell'istituto sono svolte da numerosi autori che si sono occupati del tema, tra cui si rinvia esemplificativamente ad E. FREGONARA, *Le clausole di mero gradimento nel nuovo sistema societario tra "apertura" e "chiusura"*, in *Contr. e impr.*, 2003, 1329; G.D. MOSCO, *Gradimento e controllo nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1981, 1216 ss.; T. ASCARELLI, *Sui limiti statutari alla circolazione delle azioni e sui diritti individuali degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1931, II, 487 ss.; B. LIBONATI, *Clausola di gradimento e appello al risparmio diffuso*, in *Riv. dir. comm.*, 1983, I, 228 ss.; D.U. SANTOSUOSSO, *Il principio di libera trasferibilità delle azioni*, Milano, 1993, 229 ss.; L. STANGHELLINI, *I limiti statutari alla circolazione delle azioni*, cit., 65 ss.

<sup>114</sup> Delle potenzialità e dei possibili usi dello strumento del condizionamento del voto si avrà modo di discutere in maniera più diffusa nel secondo capitolo del lavoro.

della circolazione delle azioni stesse<sup>115</sup>.

Quanto, poi, al loro pratico utilizzo, è possibile operare delle differenziazioni, che rendono di volta in volta più funzionale optare per l'uno o per l'altro istituto. In linea di principio, lo strumento del condizionamento del voto appare preferibile: anzitutto, esso impone un limite direttamente all'accesso alla funzione deliberativa e non anche alla circolazione dell'azione, di talché il socio potrebbe vendere il suo titolo anche ad un terzo non in possesso del requisito dedotto in condizione e che sia comunque interessato all'acquisto (rendendo, dunque, più ampia la platea dei possibili acquirenti); in secondo luogo, garantisce il funzionamento ottimale del meccanismo di limitazione, potendo il diritto di voto, acquistato al verificarsi della condizione, essere di nuovo cancellato in caso di perdita sopravvenuta del requisito, a differenza di quanto accade in presenza di una clausola di gradimento, poiché l'azione alienata non può più essere "riscattata" anche qualora il soggetto acquirente, divenuto nuovo socio, perda la caratteristica che gli era valsa l'ottenimento del *placet*<sup>116</sup>. In altri casi, invece, quando la "discriminazione" che occorre operare è tesa a mantenere un certo grado di omogeneità all'interno della compagine sociale (ad esempio selezionando gli aderenti sulla base dell'appartenenza a una data fede religiosa o partito politico), le clausole di gradimento sarebbero lo strumento principe idoneo a raggiungere lo scopo; oltretutto, non porrebbero alcun problema relativo al rispetto del principio di parità di trattamento, poiché detta parità va garantita chiaramente solo tra i soci già aderenti alla compagine societaria<sup>117</sup>.

Pare, allora, evidente quali siano i motivi che spingono a ripercorre, seppur per sommi capi, l'evoluzione della disciplina relativa alla clausola di gradimento (mero e

---

<sup>115</sup> G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza*, cit., 111 ss.

<sup>116</sup> Vero è che il socio, che divenga *medio tempore* privo del requisito, non potrà acquistare ulteriori azioni, ma rimarrà comunque titolato ad esercitare i diritti discendenti dai titoli già in suo possesso nell'assemblea ordinaria. Cfr. ancora L. STANGHELLINI, *Sub art. 2355-bis*, cit., 606 e S. GATTI, *Casi di discussa applicabilità delle clausole statutarie di gradimento al trasferimento delle partecipazioni sociali*, in *Riv. dir. comm.*, 1973, II, 30 ss.

<sup>117</sup> Mentre, al contrario, pacifico è che non va garantita né tutelata l'eventuale volontà del socio potenziale acquirente ad entrare a far parte della compagine. Bene lo evidenziava già A. BORGIOI, *Le clausole di gradimento nella legge n. 281 del 1985*, in *Giur. comm.*, 1986, I, 39 ss.

non mero) sulla quale, a differenza che per il tema oggetto del presente lavoro, la dottrina e la giurisprudenza hanno proposto articolate ricostruzioni, talvolta poi accolte dallo stesso legislatore.

### **3.1.1. Mera potestatività nel diritto societario: le clausole di mero gradimento.**

La disciplina che riguarda le clausole di gradimento nella società per azioni ha subito nel tempo diverse modifiche e ripensamenti, che hanno condotto alla regola attualmente contenuta nell'art. 2355-*bis* del codice civile: secondo detta previsione è consentito, anzitutto, sottoporre a condizione o, addirittura, impedire, per un periodo di tempo che non può in ogni caso eccedere i cinque anni, la possibilità di alienare il titolo; è altresì legittimo che le condizioni cui il trasferimento può essere vincolato siano fatte dipendere dalla mera volontà di un organo sociale o di altri soci, a patto che la società garantisca (al socio che desidera vendere l'azione) la possibilità di liquidare comunque il proprio investimento, tramite il riconoscimento del diritto di recesso o l'imposizione di un obbligo di acquisto delle azioni alienande a carico della società o dei suoi soci.

La normativa attuale, specie con riferimento alle clausole di mero gradimento (che sono quelle che, ai fini della presente ricerca, occorre tenere in conto), è frutto di una evoluzione giurisprudenziale e dottrinale che ha conosciuto, appunto, diverse fasi.

Il primo passaggio è costituito dalle note sentenze della Cassazione civile, n. 2365 del 15 maggio 1978<sup>118</sup> e n. 5567 del 25 ottobre 1982<sup>119</sup>, che dichiaravano affette da nullità tutte le clausole di gradimento che consentivano al consiglio di amministrazione di vietare il trasferimento dell'azione in ogni caso, senza limitazioni

---

<sup>118</sup> La sentenza si trova pubblicata in *Giur. comm.*, 1978, II, 639 ss., con nota di G. CASTELLANO, *Fine delle clausole di gradimento?*; in *Giur. comm.*, 1979, II, 10 ss., con nota di F. DENOZZA, *Sopravvivenza (ma entro quali limiti?) delle clausole di gradimento*; in *Foro it.*, 1979, I, 2721 ss., con nota di G. FERRI, *Il nuovo corso della giurisprudenza della Cassazione in tema di clausole di gradimento*.

<sup>119</sup> La sentenza si trova pubblicata in *Dir. fall.*, 1983, II, 83 ss.; in *Riv. not.*, 1983, II, 788 ss., con nota di A. PACIELLO; in *Giur. comm.*, 1983, II, 153 ss., con nota di G. CASTELLANO, *Declino delle clausole di gradimento*.

e senza alcun riferimento ad elementi concreti; valida, invece, sarebbe stata quella che, a fronte di diniego del *placet*, anche del tutto discrezionale e senza giustificazione alcuna, avesse previsto correttivi “esterni”, tesi a garantire comunque al socio la possibilità di alienare il titolo. La posizione adottata dalla giurisprudenza veniva recepita dal legislatore in un primo momento nell’art. 22 della L. 281 del 1985, con la sola differenza che il vizio che rendeva illegittime le clausole di mero gradimento senza correttivi era qualificato in termini di inefficacia e non più di radicale nullità; il medesimo principio veniva, poi, incluso, a seguito della riforma del diritto societario, direttamente nel codice civile, che oggi non si limita più solo a regolare la fase patologica di inefficacia, ma specifica espressamente anche quali debbano essere i correttivi eventualmente adottabili dagli statuti<sup>120</sup>.

L’elaborazione dottrinale che, a fianco di detta evoluzione giurisprudenziale e normativa, si è avvicinata sul tema si rivela in questa sede utile anzitutto per comprendere cosa debba intendersi per “discrezionalità”: e così, discrezionalità (mera) esiste in tutti quei casi in cui non vi siano parametri oggettivi cui il soggetto deputato all’espressione del gradimento debba riferire o adeguare la scelta, mentre, qualora simili indicazioni siano presenti, si potrà al più parlare di discrezionalità tecnica, ossia del potere attribuito ad un organo (quale che sia) di verificare l’esistenza di requisiti richiesti dalla legge o dalla clausola statutaria. E tale

---

<sup>120</sup> Individuandoli la norma nel diritto di recesso o nella previsione di un obbligo di acquisto delle azioni a carico dei soci o della società, è oggi dubbio, in quanto non espressamente previsto dalla legge, che sia applicabile anche il rimedio dell’indicazione di un terzo acquirente gradito, da parte del soggetto che nega il *placet*, cui si potranno, dunque, trasferire le azioni. Sul punto, A. PAVONE LA ROSA, *Brevi osservazioni in tema di limiti statutarî alla circolazione delle azioni*, in *Riv. soc.*, 1997, 644, esprimeva perplessità, in quanto la possibilità di indicare un terzo gradito alla società quale acquirente avrebbe potuto essere strumentalmente usata dagli amministratori per far acquistare le azioni al socio di maggioranza, consentendogli di aumentare la sua influenza sulla società o, comunque, come espediente tramite cui il gruppo di controllo avrebbe potuto accrescere a piacimento la propria partecipazione; V. MELI, *Sub art. 2355-bis c.c.*, in *Società di Capitali, Commentario*, a cura di G. Niccolini, A. Stagno d’Alcontres, Napoli, 2004, 343 non dubita, invece, della possibilità di proporre un acquirente alternativo, purchè il correttivo sia posto in termini di certezza dell’acquisto alternativo.

conclusione non risulta scevra da conseguenze se già solo si considera che, qualora si verificassero irregolarità all'esito del processo di espressione del gradimento, nel caso di discrezionalità tecnica, oggetto di contestazione dovrebbe essere la delibera che ha erroneamente giudicato sulla presenza dei requisiti richiesti dalla clausola; nel caso di discrezionalità mera, invece, il vizio risiederebbe a monte in un potere che, in quanto senza limiti, potrebbe pure ritenersi correttamente esercitato, ma è certamente *ab origine* illegittimamente attribuito.

Per quanto, poi, specificamente riguarda il voto sottoposto a condizione, già nelle pagine precedenti e specie in relazione ai limiti a vario titolo imposti dal rispetto del principio di parità di trattamento, si era arrivati (pur per motivi differenti) a concludere per la necessità di inserire in statuto clausole condizionanti la possibilità di esercitare il voto che, dovendosi potenzialmente realizzare in maniera eguale per tutti gli aderenti alla compagine, dovessero necessariamente essere ancorate ad un qualche parametro. Si giunge, quindi, allo stesso risultato al quale la norma mira, per cui la decisione sulla spettanza del diritto non può essere affidata unicamente alla volontà di un soggetto o di un organo sociale.

Sulla base di queste argomentazioni, non pare, allora, potersi revocare in dubbio la legittimità della clausola che imponga dei limiti quantitativi al possesso azionario, o incidenti solo sul diritto di *voce* (nella forma dei tetti di voto di cui all'art. 2351, c. 3 c.c.) o *in toto* sul riconoscimento dei diritti sociali collegati al titolo (nel momento in cui sia impedita l'annotazione nel libro soci della titolarità di azioni che eccedano un dato limite): se, infatti, il superamento del limite imposto dalla clausola statutaria dipende dalla mera volontà dell'azionista che acquista titoli eccedenti, è pur vero che detta soglia è fissata preliminarmente e in maniera oggettiva per tutti coloro che ad essa sono sottoposti.

Se le considerazioni svolte sinora appaiono del tutto sovrapponibili per i due istituti oggetto di indagine, dove invece divergono in maniera significativa è sul piano della possibile presenza o meno di correttivi tesi a rendere legittima l'espressione di una mera potestatività.

Nel caso delle clausole di mero gradimento, infatti, questa non è mai stata

ritenuta illegittima per le ragioni “civilistiche” dell’impossibilità di far dipendere un diritto dalla mera volontà di un altro soggetto, ma perché avrebbe finito per imporre, di fatto, sulla partecipazione un vincolo assoluto di intrasferibilità (considerato incompatibile con la natura stessa dell’investimento in società per azioni), dal momento che il soggetto deputato ad esprimere il *placet* avrebbe potuto negarlo perpetuamente e senza giustificazione alcuna<sup>121</sup>; e infatti, la clausola torna ad essere legittima, come già evidenziato, in presenza di correttivi che consentano comunque al socio di liquidare la propria partecipazione. Ovviamente, detti correttivi sono da ritenersi sufficienti una volta che si constati (e condivida) che il soggetto da tutelare, tramite un rimedio alternativo, sia solo l’alienante nel suo diritto a disinvestire e liberarsi dalla partecipazione e nella correlativa garanzia di non rimanere per sempre “prigioniero” della società, e non anche l’acquirente, che pure abbia un qualche interesse ad entrare nella compagine<sup>122</sup>; nel caso, poi, di loro mancata previsione o malfunzionamento, la clausola di mero gradimento torna ad essere viziata e, quindi, inefficace<sup>123</sup>.

Nel caso, invece, dei limiti al diritto di voto, il senso della mera potestatività parrebbe proprio, più coerentemente con quanto la legge prevede per il diritto generale dei contratti<sup>124</sup>, quello di evitare che la sussistenza o privazione stessa del diritto possa essere rimessa unicamente alla futura determinazione volitiva di un

---

<sup>121</sup> A. BLANDINI, *Le azioni a voto limitato*, cit., 474 e nt pagina.

<sup>122</sup> Cfr. ancora L. STANGHELLINI, *I limiti statutarî alla circolazione delle azioni*, cit., 42 ss. e A. BORGIOI, *Le clausole di gradimento*, cit., 39 ss.

<sup>123</sup> La conseguenza dell’inefficacia della clausola si risolve nella caducazione di qualsivoglia limite al trasferimento; in alternativa, la dottrina prospetta l’applicabilità dell’art. 2932 c.c., ossia dell’esecuzione specifica dell’obbligo di concludere un contratto. In questo senso cfr. N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, vol. IV, t. 1, Padova, 2010, 378; M. MALTONI, *La clausola di mero gradimento «all’italiana»*, in *Riv. not.*, 2004, 1381 ss.; G.G. SALVATI, *I limiti statutarî alla circolazione delle azioni. Il diritto al disinvestimento*, Padova, 2011, 164 ss.

<sup>124</sup> Sull’istituto della condizione di cui agli artt. 1353 ss. c.c., senza pretesa di completezza, cfr. A. FALZEA, *La condizione e gli elementi dell’atto giuridico*, Milano, 1941; ID., *Condizione (dir. civ.)*, in *Enc. giur. Treccani*, VII, Roma, 1988, 7; D. CARUSI, *Condizione e termini*, in *Trattato del contratto*, vol. III, diretto da V. Roppo, Milano, 2006, 265 ss.

dato soggetto<sup>125</sup>. Di là da quanto già esposto sopra riguardo all'inadeguatezza del *corpus* normativo pensato per il contratto bilaterale a regolare il contratto associativo, non vi è chi non noti che, nel sistema del diritto societario, una previsione siffatta sembri ancor più curiosa ed inattesa, tanto più qualora si consideri che, potendo esistere azioni del tutto prive del diritto di voto, conferire detto diritto, pur in dipendenza dalla mera volontà di un organo, risulterebbe comunque un *quid pluris*: non parrebbe, allora, così irragionevole pensare di mettere in discussione la presenza stessa del limite della mera potestatività<sup>126</sup>. È pure vero, tuttavia, che, nel caso delle azioni prive del diritto di voto, l'azionista sceglie liberamente, non sottostando ad alcuna volontà se non la propria, di sottoscrivere quel dato tipo di titolo mentre, nel caso di condizione meramente potestativa, il suo diritto di *voce* sarebbe in balia delle decisioni di un altro soggetto. L'interpretazione "conservativa" del dato normativo pare, dunque, la più opportuna: il mantenimento del limite della mera potestatività, del resto, da un lato impedisce che un singolo soggetto od un organo collettivo possano incidere in senso modificativo sugli assetti proprietari della società<sup>127</sup> e, dall'altro, che si addivenga, pur indirettamente, all'alterazione della ripartizione di competenze stabilita dalla legge, assegnando al soggetto incaricato dell'espressione del *placet* la competenza a determinare, di fatto, il contenuto, in termini di diritti (di voto), delle categorie di azioni di cui all'art. 2351 c.c. (che, invece, come ogni altra

---

<sup>125</sup> Riconducono ed assimilano la condizione apposta al diritto di voto a quella apposta ai contratti A. MAFFEI ALBERTI, *Sub art. 2351 c.c.*, in *Commentario breve al diritto delle società*, Padova, 2017, 383 ss.; F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni*, cit., 95; P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in *Impresa e mercato, Studi dedicati a Mario Libertini*, vol. I, a cura di V. Di Cataldo, V. Meli, R. Pennisi, Milano, 2015, 9; A. COLAVOLPE, *Azioni e altri strumenti partecipativi*, cit., 103 ss.

<sup>126</sup> A. BLANDINI, *Le azioni a voto limitato*, cit., 473; A. ANGELILLIS, M.L. VITALI, *Sub art. 2351 c.c.*, cit., 423.

<sup>127</sup> E così, se anche *prima facie* non si potrebbe individuare alcun problema in una condizione sospensiva meramente potestativa che assegnasse agli amministratori il potere indiscriminato di conferire il voto ad un gruppo di azionisti che fino a quel momento ne erano privi, comportando un simile atto una modifica in senso migliorativo dei diritti di quella data categoria di soci, non si può, appunto, al contrario non osservare che una clausola siffatta consegnerebbe all'organo amministrativo un'egemonia illimitata sugli assetti proprietari e sugli equilibri di potere e necessari a raggiungere il controllo dell'assemblea.

modifica del contratto sociale, spetta all'assemblea straordinaria ai sensi dell'art. 2369, c. 5, c.c.).

### 3.1.2. Ricadute disciplinari.

Date tali premesse, pare opportuno interrogarsi su alcune ricadute disciplinari che strettamente discendono dalla sistematizzazione appena affrontata<sup>128</sup>.

Anzitutto, una volta giudicato coerente, per i motivi sopra evidenziati, il limite della mera potestatività imposto dall'art. 2351, c. 2, c.c., occorre domandarsi se esso, proprio in ragione della sua *sedes materiae*, si debba ritenere applicabile solo alle condizioni imposte alle categorie di azioni (regolate, appunto, dal comma citato) o se debba valere anche qualora la medesima limitazione riguardi tutto il capitale sociale. L'interrogativo ha ragione di porsi nella misura in cui, come si dirà poco oltre, un altro divieto contenuto nello stesso comma, ossia quello di natura quantitativa, che impedisce che le categorie di azioni soggette ad una qualsivoglia diminuzione in punto di diritto di voto possano superare la metà del capitale sociale, non appare applicabile al diverso caso di condizione apposta a tutto il capitale; in questo caso, invece, la risposta pare dover essere di segno opposto: se, infatti, la *ratio* sottostante il limite risiede nell'inopportunità di condizionare la spettanza di un diritto (nella specie, quello di voto) al mero arbitrio di un soggetto (o di un organo sociale), non si vedrebbe allora alcuna ragione di operare distinzioni sulla base del segmento di capitale cui la condizione dovrebbe applicarsi.

In secondo luogo, brevi considerazioni vanno svolte sulle conseguenze dell'adozione di una clausola che violi il divieto di subordinare il diritto di voto ad una condizione meramente potestativa: che il vizio si voglia qualificare in termini di inefficacia o di più radicale nullità, le conseguenze non possono evidentemente essere che quelle di trattare la clausola come non apposta. Nell'ottica di quanto sinora osservato, dunque, se la modifica del diritto di voto spettante all'azione in ragione della sussistenza della condizione si pone sul piano di una mera limitazione

---

<sup>128</sup> Le ricadute disciplinari relative all'applicazione generale dell'istituto, e non solo del profilo della mera potestatività, saranno invece oggetto del terzo capitolo del lavoro.

al suo esercizio, e non di una vera e propria fattispecie di conversione<sup>129</sup>, si dovrà, allora, trarre la conclusione che, sospensiva o risolutiva che sia<sup>130</sup>, l'esito dell'eliminazione della condizione finirà in ogni caso per riportare l'azione alla sua "forma originaria" di titolo ordinario a voto pieno.

### **3.2. Il limite della metà del capitale sociale.**

Il divieto espressamente previsto dall'art. 2351 c.c., sempre al comma 2, prevede che tutte le categorie di azioni a voto depotenziato (incluse, dunque, quelle con voto sottoposto a condizione sospensiva) non possano superare in valore il limite della metà del capitale sociale: con l'imposizione di detto limite il legislatore parrebbe voler fornire una regola generale, riguardante gli assetti di potere interni alla società per azioni, tale per cui non possono rimanere privi del diritto di voto più della metà dei soci (individuati, evidentemente, non per teste, ma per quote di capitale) e, viceversa, la capacità deliberativa totale non può concentrarsi in soci titolari di meno della metà delle azioni<sup>131</sup>.

Pur chiaro lo spirito della norma, è altrettanto semplice notare che, già in origine, essa non fosse in grado di garantire *in toto* lo scopo che si prefiggeva: a tacer d'altro, infatti, l'utilizzo di strumenti quali il tetto di voto o il voto scalare di cui al comma 3, ai quali pacificamente il limite di cui al comma precedente non si applica<sup>132</sup>, la stipulazione di sindacati di voto o la costruzione di gruppi piramidali rendono evidente che, anche se non incidendo direttamente sui diritti spettanti al titolo azionario, sia ben possibile raggiungere un grado di separazione tra rischio e potere tale da risultare in una situazione di controllo concentrato in una percentuale di capitale anche significativamente inferiore al 50%. Oggi, poi, a seguito della più volte

---

<sup>129</sup> Tema del quale si discorrerà più diffusamente nel par. 3 del capitolo terzo.

<sup>130</sup> A differenza di quanto disposto dall'art. 1354, comma 2 c.c. per il diritto dei contratti, che distingue secondo il tipo di condizione affetta da irregolarità: in particolare, quella sospensiva renderebbe nullo l'intero contratto; quella risolutiva si avrebbe, invece, semplicemente come non apposta.

<sup>131</sup> Per tutti, cfr. G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 27.

<sup>132</sup> M. NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere*, cit., 394; A. ANGELILLIS, M. L. VITALI, *Sub art. 2351 c.c.*, cit., 445; A. BLANDINI, *Le azioni a voto limitato*, cit., 483; V. SANTORO, *Sub art. 2351 c.c.*, cit., 150; *contra* G.A. RESCIO, *Tetti di voto*, cit., 236; N. ABRIANI, *Sub art. 2351 c.c.*, cit., 331.

menzionata riforma del 2014 e dell'eliminazione del divieto di voto plurimo, la limitazione quantitativa in discorso ha ancor meno forza cogente: prima di questa novità, infatti, pur ammettendo che la società emettesse azioni senza voto per il limite massimo della metà del capitale sociale, le delibere, per essere approvate, necessitavano del consenso del 25% (+1) della compagine e, cioè, esattamente della maggioranza proprio di quel residuo 50% che, a detta del legislatore, deve necessariamente essere dotato di voto pieno; oggi invece, come numerosi commentatori della novella si sono trovati ad osservare, con il semplice cumulo di azioni prive del diritto di voto per un valore pari alla metà del capitale sociale e azioni a voto plurimo con tre voti ciascuna a costituire l'altra metà, ogni delibera di assemblea ordinaria sarebbe adottabile con il voto favorevole del solo 12,5% (+1) del capitale<sup>133</sup>.

Alla luce dell'attuale quadro normativo, dunque, non pare si possano accogliere le considerazioni di chi sostiene che la novella non faccia altro che alterare al ribasso la possibile misura del distacco dell'investimento necessario a governare l'assemblea in rapporto con l'ammontare complessivo del capitale sociale<sup>134</sup>; pare, dunque, opportuno tentare di attribuire anche al limite in discussione un significato parzialmente diverso da quello meramente "quantitativo" tradizionalmente ritenuto valido.

Insopprimibile punto di partenza è, anche in questo caso, il dato legislativo: la lettura della norma chiarisce, infatti, che il limite della metà del capitale sociale pone un argine alla creazione di categorie di azioni con voto a vario titolo depotenziato;

---

<sup>133</sup> Cfr. la dottrina già citata alla nt. 56.

<sup>134</sup> E. BARCELLONA, già in *Rischio e potere*, cit., sostiene la indubitabile permanenza del principio di proporzionalità quale insopprimibile norma organizzativa fondante il sistema della società per azioni; parimenti, anche in commenti successivi all'abolizione del divieto di voto plurimo (cfr. in particolare ID., *Sub artt. 2351 c. 4 c.c. e 127-sexies TUF*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Milano, 2016, vol. I, 568 e ID., "Control enhancing mechanisms" e "governance" della società a responsabilità limitata: quali limiti all'autonomia privata?, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di M. Irrera, Torino, 2020, 489 ss.), continua a ritenere che «[l]a novità conseguente alla liberalizzazione delle azioni a voto multiplo risulta insomma quantitativa [...] e non qualitativa».

quanto, invece, alle limitazioni generali di voto di cui al comma 3 dell'art. 2351 c.c. che, per loro natura, si applicano indistintamente a tutto il capitale sociale, il legislatore nulla dice<sup>135</sup>. Come già si è avuto modo di evidenziare, la dottrina maggioritaria ritiene che il limite non sia da considerarsi estensivamente applicabile a questi istituti: detta presa di posizione è giustificata sulla scorta del ragionamento per cui le azioni sottoposte a un tetto o ad uno scaglionamento non sarebbero azioni a voto non pieno (al pari di quelle che il limite di cui al comma 2 dell'art. 2351 c.c. vuole contingentare) e nemmeno finirebbero per creare un sistema non proporzionale di voto in senso stretto, giacchè la condizione cui il diritto è sottoposto si applica a tutti i titoli indistintamente ed il *discrimen* attiene alla posizione e al peso deliberativo del singolo azionista e non, invece, al contenuto dell'azione<sup>136</sup>. Inoltre, anche la ratio della loro adozione appare differente: infatti, gli strumenti di cui al c. 3 dell'art. 2351 c.c. avrebbero, a mente del legislatore, l'intento di ripristinare un sistema di democrazia azionaria, indipendentemente dal valore del conferimento effettuato e, quindi, in deroga del principio plutocratico; il limite della metà del capitale di cui al comma 3, invece, garantisce il diverso obiettivo di scongiurare che, tramite la contrazione del voto solo di alcuni azionisti, si addivenga ad eccessive concentrazioni di potere nelle mani di pochi.

---

<sup>135</sup> Cfr. G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 28.

<sup>136</sup> Così A. BLANDINI, *Le azioni a voto limitato*, cit., 483; G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., spec. cap. II, in parziale contrasto, sul punto specifica che, pur attenendo al peso deliberativo del singolo socio (non in ragione di una sua caratteristica personale, ma di una mera condizione astratta predefinita in cui ogni soggetto potrebbe teoricamente venirsi a trovare), anche in questi casi il vincolo al diritto di voto vada infine ricondotto ad una qualità del titolo azionario e non, dunque, ad una caratteristica personale dell'azionista: prova di questa ricostruzione, che appare senz'altro condivisibile, è anzitutto il fatto che anche "topograficamente" detti istituti trovano disciplina sempre nella sezione del codice dedicata alle azioni e non, ad esempio, più avanti, tra le disposizioni riguardanti l'assemblea (il che sarebbe più plausibile se si trattasse di qualità legata alla persona del titolare dell'azione); ancora, essa appare più coerente con il principio (questo, sì, fondante il sistema della società per azioni in linea di contrapposizione con quello della società a responsabilità limitata) secondo cui nessun diritto particolare può essere attribuito direttamente al socio senza passare per il tramite dell'azione.

Vi è, tuttavia, qualche voce dissonante<sup>137</sup>, che ritiene che, per evitare facili elusioni, il limite della metà del capitale sociale andrebbe, invece, estensivamente applicato anche agli istituti di cui al comma 3: in questo caso, come in tutte le altre fattispecie di voto “variabile”, per valutare la spettanza del quale sarebbe necessaria una rilevazione in apertura di ogni assemblea, è, dunque, opportuno che sia la stessa clausola istitutiva della condizione a prevedere anche i relativi correttivi, come, ad esempio, il venir meno di un tetto di voto in ogni assemblea in cui, stante la composizione della compagine sociale, la sua applicazione entrasse, appunto, in contrasto con il limite legale.

Di là dalla condivisibilità dell’opinione, ciò che di essa pare interessante tenere in considerazione è l’accento posto, ancora una volta, sulla “variabilità del voto”.

Lo è perché, nell’ottica di ricercare una *ratio*, che spieghi la presenza dell’espresso limite della metà del capitale sociale, parzialmente diversa rispetto a quella, che appare oggi superata, della salvaguardia di un dato grado di proporzionalità tra potere e rischio, non pare irragionevole prendere le mosse dalla dottrina che giustifica la sua inapplicabilità estensiva alle limitazioni di voto di cui al comma terzo proprio in ragione del fatto che il capitale che si trova senza diritto di voto in forza di tali limitazioni è per sua natura variabile in seguito alle naturali oscillazioni dei possessi azionari<sup>138</sup>. Ragionando *a contrario*, allora, anche alla luce dei

---

<sup>137</sup> Il riferimento è a G.A. RESCIO, *Tetti di voto*, cit., 234.

G.P. LA SALA, in *Principio capitalistico*, cit., 132, pur escludendo l’applicabilità analogica del limite della metà del capitale sociale di cui al comma 3 dell’art. 2351 c.c. agli istituti disciplinati dal successivo comma 3, rileva comunque profili di criticità che conducono a questa posizione. Posto, infatti che, per il tramite di detti strumenti si potrebbe giungere ad una contrazione del diritto tale da causare una potenziale paralisi del meccanismo assembleare (in una situazione in cui la somma di tutte le contrazioni al voto dei soci non consentisse di raggiungere la maggioranza necessaria per l’adozione delle delibere), si chiede se, in tutti i casi di condizione “depotenziante” applicata a tutto il capitale sociale, non si possa pensare ad un meccanismo di parziale disapplicazione del limite, che importi solo una riduzione della capacità deliberativa del soggetto titolare delle azioni e non l’integrale privazione del voto.

<sup>138</sup> E G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 28 e spec. nt. 76, tra l’altro, precisa condivisibilmente che «siccome l’incidenza concreta delle limitazioni di voto dipende dall’entità dei

più recenti sviluppi normativi, sembra sensato concludere che il motivo sottostante la previsione di un limite quantitativo calcolato in rapporto all'entità complessiva del capitale sociale non sia da ricercarsi più tanto e solo nella volontà di evitare un'eccessiva alterazione del principio capitalistico *ex se*, quanto nella necessità di evitare che all'interno della compagine sociale si formino gruppi di soggetti che strutturalmente hanno un potere di voto differenziato, producendosi, così, una situazione di stabile controllo concentrato nelle mani di una categoria ristretta di soci, titolari di una frazione non significativa del capitale sociale<sup>139</sup>.

In ragione dell'equiparazione proposta in apertura di questa indagine, non si può fare a meno di notare che le stesse considerazioni relative gli strumenti del tetto di voto e del voto scalare potrebbero valere per tutte le fattispecie di voto sottoposto a condizione (sia essa apposta a tutta o solo ad una parte del capitale), essendo, anzi, proprio la variabilità del voto a distinguerle dalle altre categorie di azioni strutturalmente prive di detto diritto o con voto limitato a seconda dell'argomento sul quale l'assemblea sarebbe chiamata a deliberare<sup>140</sup>. Non vi è, infatti, chi non ipotizzi che, anche nel caso in cui un tetto di voto sia imposto non in maniera egualitaria a tutto il capitale, ma solo ad una parte di esso per mezzo della creazione di una categoria di azioni, il limite quantitativo di cui al comma 2 dell'art. 2351 c.c. non debba trovare applicazione<sup>141</sup>.

Tralasciando per un momento questa ultima teoria, sulla quale si tornerà poco oltre, occorre, per intanto, svolgere qualche ulteriore considerazione sul carattere di "instabilità" dello strumento del voto sottoposto a condizione, che emerge se solo ci

---

*possessi azionari dei soci, il tenore della limitazione è un indice in sé non decisivo del grado di allontanamento dal principio capitalistico che la limitazione può determinare.».*

<sup>139</sup> Così, ad esempio, G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 119.

<sup>140</sup> Vale la pena di rilevare che, a ben vedere, anche questa fattispecie potrebbe essere *lato sensu* ricompresa in quella del voto sottoposto a condizione, secondo lo schema per cui "le azioni hanno diritto di voto solo es. nelle delibere di competenza dell'assemblea ordinaria"; essa pare, tuttavia, meritare distinta considerazione, anzitutto perché è lo stesso legislatore ad averla prevista come fattispecie in qualche misura distinta e, in secondo luogo, perché, a differenza di tutte le altre condizioni ipotizzabili, appare l'unica dotata di un certo grado di stabilità.

<sup>141</sup> In questo senso A. ANGELILLIS, M.L. VITALI, *Sub art. 2351 c.c.*, cit., 445 e spec. nt. 224.

si appresti a compiere una panoramica su tutte le possibili articolazioni e funzioni di detto istituto.

Pur non volendo anticipare il tema, che sarà oggetto di più approfondita analisi nel secondo capitolo di questo studio, è appena il caso di far notare che, anzitutto, se si ammette che la condizione possa essere costruita come “intermittente”, ossia suscettibile di realizzarsi più volte nel corso della vita della società, l’incertezza quanto alla percentuale di capitale votante sarà elevatissima: è il caso, ad esempio, del limite al voto al raggiungimento di una data soglia di capitale sociale, in forza del quale può, infatti, accadere, che l’azionista che superi la soglia e rimanga privo del voto per l’eccedenza, torni sotto soglia, per esempio in occasione di un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione che lo diluisce percentualmente, e torni poi, di nuovo, sopra soglia, ad esempio esercitando il diritto di opzione per la parte a lui spettante e su altre azioni che rimanessero inopstate.

Tuttavia, pure nel caso di condizioni strutturate in modo da potersi avverare una sola volta, il voto non appare comunque dotato del carattere di permanenza assoluta che contraddistingue le azioni senza voto o a voto plurimo. Così, nel caso di condizioni “accrescitivo-premiali” (della specie “al compimento del trentesimo anno” o “al conseguimento della laurea” l’azione acquista il voto), che conducono all’ampliamento della compagine di controllo in ragione di una caratteristica che la società stessa ritiene rilevante per l’attribuzione del diritto di *voice*, i titoli dapprima privi del voto non diventano azioni ordinarie una volta per tutte, pena lo svuotamento del senso della condizione: si deve, anzi, ritenere che, in caso di trasferimento dell’azione ad un acquirente che non sia in possesso delle caratteristiche richieste, le azioni vengono di nuovo private del diritto; anche nello speculare, ma opposto caso di condizioni “privativo-sanzionatorie” (della specie “nel caso in cui al socio fosse inflitta una condanna penale passata in giudicato, le corrispondenti azioni perderanno automaticamente il diritto di voto”), qualora i titoli fossero alienati ad un soggetto che non si trovasse in questa situazione, il diritto di voto dovrebbe riespandersi.

Dalle riflessioni appena svolte parrebbe, allora, potersi trarre la conclusione per

cui, in linea tendenziale e salvo eccezioni, lo strumento del condizionamento del voto, che sia apposto ad una sola categoria o all'intero capitale, non crea mai quella stabile alterazione di potere che il legislatore intende evitare con il mantenimento del limite della metà del capitale sociale per le azioni a voto depotenziato di cui all'art. 2351, c. 2, c.c.; tra l'altro, caduto (come si è già avuto modo di spiegare) lo scopo di salvaguardia di un certo grado di dissociazione tra potere e rischio, quella di impedire una solida concentrazione di potere in mano ad una percentuale ridotta del capitale pare essere rimasta l'unica e fondamentale *ratio* sottesa a detto limite quantitativo.

Si potrebbe, quindi, addirittura arrivare a valutare un ripensamento della parificazione operata, forse non del tutto consapevolmente, dal legislatore dell'istituto delle azioni con voto subordinato alle altre categorie di azioni a voto depotenziato, disciplinate dal comma 2 dell'art. 2351 c.c.<sup>142</sup> posto che, a differenza di queste ultime, le prime non creano una situazione di stabile menomazione del potere di voto di una parte della compagine sociale.

Volendosi, poi, spingere a conclusioni estreme, in prospettiva *de iure condendo*, si potrebbe altresì immaginare che tale limite quantitativo, oltre che ripensato nella sua percentuale<sup>143</sup> in ragione delle mutate soglie minime di controllo dell'assemblea (da 25% a 12,5%), dovrebbe intendersi disapplicato per quanto concerne quantomeno

---

<sup>142</sup> Non vi è chi non si avveda del fatto che la condizione incide solo sulla sua efficacia, ma non altera il contenuto e la portata del diritto di voto. La CIRCOLARE ASSONIME 10/2015, in *Riv. soc.*, 2015, 503 svolge questa considerazione riferendosi alla specifica possibilità che il voto maggiorato sia sottoposto ad ulteriori condizioni: se, allora, la maggiorazione, spettante in quanto maturata nei termini di legge, rimane contenuto insopprimibile della partecipazione, sul quale la condizione impone solo un limite di inefficacia sino al suo realizzarsi, non si vede per quale motivo la stessa considerazione non potrebbe essere estesa a qualunque tipo di condizionamento del voto.

<sup>143</sup> È appena il caso di ricordare (per riferimenti più completi si rinvia alla nt. 12) che tale operazione è stata compiuta di recente proprio dal legislatore d'oltralpe: in Francia, infatti, in ragione delle modifiche che nel tempo hanno interessato il sistema di attribuzione del diritto di voto ai titoli azionari, la recentissima *Loi Pacte* (L. 486 del 22 maggio 2019) ha provveduto ad innalzare la soglia entro la quale è possibile emettere azioni prive del diritto di voto dal 50% al 75%.

l'istituto del voto condizionato, in ragione della sua variabilità ed in conformità con quanto già accade per i tetti di voto ed il voto scaglionato. Ciò non significherebbe mettere in discussione il fatto che il diritto di voto rimanga indubitabilmente insopprimibile strumento di funzionamento dell'organizzazione societaria, ma sarebbe coerente con la visione, già illustrata nel paragrafo dedicato al principio *one share-one vote*, per cui sul diritto di voto non si potrebbe incidere in maniera troppo invasiva, non tanto perché sia necessario garantire una correlazione proporzionale minima tra potere e rischio, quanto per evitare un'alterazione pregiudizievole e potenzialmente paralizzante della funzionalità della dinamica assembleare<sup>144</sup>.

Rimane il fatto, tuttavia, che fondato o meno che lo si ritenga, il divieto resta ad oggi previsto dalla norma di legge e, pertanto, si dovrà provvedere a fornirne un'interpretazione "adeguatrice", che consenta di integrarlo al meglio nell'attuale sistema di regole dedicato alla società per azioni.

Se è vero, dunque, che il limite è a tutt'oggi presente nella legge, è pur vero che esso è collocato all'interno di una previsione ben precisa, ossia quella che si occupa delle categorie di azioni a voto depotenziato, tra le quali sono incluse quelle con voto subordinato ad una condizione sospensiva, alle quali, dunque, senz'altro si applica: si fa, però, notare che la *ratio* di tale regola potrebbe trovarsi nel fatto che, al di là della loro stabilità e dell'aspettativa alla futura realizzazione della condizione, anche questa categoria di azioni crea una situazione di voto sottoproporzionale attuale al momento dell'emissione, equiparabile a quella generata dalla presenza di azioni stabilmente private del voto (*in toto* o solo per alcune assemblee). *Nulla quaestio*,

---

<sup>144</sup> G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 136 e nt. 91. Nello stesso senso sembrano orientati il divieto di sostituire il principio maggioritario con quello unanimistico, desumibile dagli artt. 2368 e 2369 c.c., i quali consentono solo di stabilire maggioranze più elevate, nonché il divieto, espressamente previsto dall'art. 2369, c. 4 c.c., di innalzare i *quorum* deliberativi dell'assemblea ordinaria in seconda convocazione per le delibere di approvazione del bilancio e nomina e revoca degli organi sociali, ritenute essenziali allo svolgimento della vita della società. In dottrina, *ex multis*, cfr. G. MARASÀ, *Modifiche del contratto sociale*, cit., 89; A. SERRA, *L'assemblea: procedimento*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo, G.B. Portale, 3\*, Torino, 1994, 138; P. BENAZZO, *Autonomia statutaria e quozienti assembleari*, cit., 486 ss.

specularmente, quanto all'inapplicabilità del limite alle condizioni che gravano in maniera egualitaria su tutto il capitale sociale: la giustificazione di ciò, oltre a quelle già fornite *infra*, potrebbe essere ulteriormente ricercata nel fatto che queste sono introdotte per il tramite di clausole statutarie, ma non alterano il contenuto in termini di diritti della singola azione, come, invece, parrebbe accadere nel caso della creazione di categorie.

Questa distinzione, che pare più formale che sostanziale, conduce allora a chiedersi se il divieto di superare la metà del capitale sociale debba imporsi anche alle categorie di azioni che incorporino in sé, come diritto diverso, un voto sottoposto a condizione risolutiva: si tratta in questo caso di titoli che non presentano il problema della condizione sospensiva, in quanto godono di voto pieno, che potrebbe essere perso solo al realizzarsi (futuro e del tutto eventuale) dell'evento dedotto in condizione. Vi è parte della dottrina che sostiene che la risposta debba essere senza dubbio positiva, in ragione del fatto che, essendo il diritto di voto "potenzialmente sottoporzionale" inserito nel titolo, esso crea una classe di azioni che includono il rischio che, al realizzarsi della condizione, il capitale con diritto di voto scenda al di sotto della soglia del 50%. Si ribadisce, però, che, al di là del dato formale dell'inclusione della condizione tra i diritti del titolo, o della sua applicazione a tutte le azioni per mezzo di una clausola statutaria (il che, fra l'altro, renderebbe quel peculiare meccanismo di condizionamento caratteristica tipica di tutte le azioni ordinarie emesse dalla società), non pare sostanzialmente esservi alcuna differenza in punto di possibilità che, al verificarsi dell'evento, il capitale votante scenda al di sotto del limite di legge. Se, dunque, questa sola fosse la motivazione per cui il limite quantitativo della metà del capitale sociale dovesse ritenersi applicabile alle categorie di azioni con voto subordinato a condizione risolutiva, dovrebbe parimenti dirsi valevole anche per le limitazioni al voto imposte a tutto il capitale, con il rischio contrario di estendere la norma ben oltre i confini per i quali è stata dettata. Si potrebbe, dunque, in ragione di ciò, al contrario ritenere che il divieto sia allora applicabile al solo istituto della condizione sospensiva effettivamente disciplinato

dall'art. 2351, c.2 c.c.<sup>145</sup>. Anche questa conclusione, tuttavia, parrebbe un'estremizzazione contraria.

Sulle basi dei risultati sinora raggiunti e che saranno, tra l'altro, avvalorati dalle considerazioni che si andranno svolgendo nei prossimi capitoli, la risposta più coerente pare, allora, dover sempre essere ricondotta al criterio della "stabilità" della menomazione: così, si dovrà ritenere che entro i limiti della metà del capitale sociale dovranno mantenersi tutte quelle condizioni, atte a creare sistemi di voto sottoporzionale (*nulla questio*, invece, per quelle sovraporzionali) che si realizzino una volta per tutte, in quanto creano una situazione di menomazione del potere di alcuni azionisti potenzialmente stabile (in quanto suscettibile di decadere solo in caso di trasferimento)<sup>146</sup>; diversamente, invece, deve essere trattato il caso del voto intermittente (sia esso da classificarsi quale "sospeso" o sottoposto ad una doppia condizione, sospensiva o risolutiva), in quanto esso è suscettibile di variare più volte nel corso della vita della società, anche qualora l'azione rimanga sempre nella mani dello stesso soggetto<sup>147</sup>.

---

<sup>145</sup> Come, fra l'altro, parrebbe potersi ricavare da A. ANGELILLIS, M. L. VITALI, Sub *art. 2351 c.c.*, cit., 445 e spec. nt. 224. Vero è che gli autori si riferiscono al peculiare caso di utilizzo del tetto di voto come diritto particolare di una sola categoria di azioni; vero è, anche, però, che anche in questo caso il potenziale verificarsi della condizione, pur non privando l'*azionista* di tutti i suoi diritti di voto, potrebbe ridurre la percentuale di capitale votante sotto la soglia del 50%.

<sup>146</sup> Per ulteriori chiarimenti, si rimanda al par. 3, cap. III.

<sup>147</sup> Prova ne sia il fatto che nessun interprete include il caso di sospensione legale del voto di cui all'art. 2344 c.c. per il socio in mora tra quelli di voto sottoporzionale.

## CAPITOLO SECONDO

### IL CONDIZIONAMENTO DEL VOTO: UNA PROSPETTIVA TELEOLOGICA E STRUTTURALE.

SOMMARIO: 1. Introduzione. - 2. Il condizionamento del diritto di voto: una classificazione teleologica. - 2.1. Voto condizionato con funzione "fidelizzante" o generalmente "premiante". - 2.1.1. *Segue*. Il caso francese. - 2.1.2. *Segue*. L'esperienza italiana. - 2.1.3. *Segue*. Il meccanismo di fidelizzazione nelle società chiuse. - 2.2. Voto condizionato a mutamenti negli assetti proprietari. - 2.2.1. La condizione apposta al voto al mutare degli assetti proprietari: casi "tipici". - 2.2.2. Il condizionamento del voto in funzione anti-scalata: casistica. - 2.3. Voto condizionato con funzione "compensativa". - 2.4. Voto condizionato con funzione "sanzionatoria". - 2.4.1. Il divieto di concorrenza. - 2.4.2. *Segue*. Altre fattispecie concrete. - 2.5. Ipotesi residuali: voto condizionato con funzione "limitativa" o "selettiva". - 3. "Categorie" di condizione in funzione di differenziazioni disciplinari: una classificazione strutturale.

#### **1. Introduzione.**

Il capitolo precedente ha consentito di formulare delle prime conclusioni sull'istituto del condizionamento del diritto di voto relative ai limiti "astratti" riguardanti la possibile strutturazione e il contenuto della condizione stessa, siano essi ricavabili da una specifica norma di legge o insiti nel sistema societario: in questo quadro, si è concluso che ampio (anche se non illimitato) spazio è ormai riservato all'autonomia statutaria, purché naturalmente essa sia volta alla soddisfazione di interessi meritevoli di tutela. L'utilizzo della condizione, proprio in ragione delle sue qualità distintive (flessibilità nella formulazione e variabilità nel corso della vita dell'ente), pare allora essere particolarmente adatto a soddisfare i diversi e molteplici scopi che ogni singola società potrebbe avere di mira nell'organizzazione della propria struttura proprietaria: come si è già avuto modo di osservare, infatti, questo strumento si presenta diverso e peculiare rispetto a tutte le altre deviazioni dalla

regola dispositiva di proporzionalità, che creano “stabili” limitazioni o maggiorazioni del voto (ovvero le azioni senza voto, le azioni a voto limitato o quelle a voto multiplo).

Sulla base dei risultati sinora raggiunti, questa seconda parte del lavoro si propone, allora, di fornire una panoramica dei principali interessi sottesi all'introduzione di un condizionamento gravante sul diritto di voto, di valutare le implicazioni disciplinari sollevate da ognuna delle ipotesi proposte e l'efficienza dell'utilizzo della condizione a quel dato scopo.

A tal proposito, preme ricordare come la Relazione alla riforma societaria del 2003 giustifichi il significativo ampliamento degli istituti atti ad incidere sulla distribuzione (non proporzionale) del diritto di voto sostanzialmente alla sola luce della necessità di fornire alle società numerosi e diversi strumenti utili a favorire il reperimento di fonti di finanziamento che meglio si adeguino alle caratteristiche specifiche dell'ente e alla situazione di mercato in cui esso si trova ad operare. In realtà, se già appare discutibile che la semplice aggiunta di nuove possibilità lasciate all'autonomia statutaria nella configurazione dei diritti amministrativi attribuiti ai titoli sia davvero efficace a raggiungere detta finalità di rinvenire nuovi capitali<sup>148</sup>, l'analisi delle pratiche adottate dagli operatori proverà che, accanto a questa, l'attribuzione non perfettamente proporzionale del diritto di voto può rispondere anche a numerose altre esigenze.

Da qui, dunque, discende l'idea di operare, su di un primo livello, una classificazione *teleologica*, che sarà utile a mettere in luce i diversi obiettivi a cui il condizionamento, nel concreto della pratica societaria, può mirare: a tale fine, estremamente utile si rivela ancora una volta lo strumento dell'analisi comparata ed, in particolare, delle soluzioni legislative o dottrinali adottate dai principali

---

<sup>148</sup> Cfr. supra par. 1.1. e A. BLANDINI, *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 471 ss., il quale porta ad esempio lo scarso successo in termini di reperimento di nuovi finanziamenti del già esistente istituto delle azioni di risparmio introdotte con la L. 7 giugno 1974, n. 216, oggi regolate agli artt. 145 e ss. del TUF. Sul punto, cfr. anche U. BELVISO, *Il significato delle azioni di risparmio*, in *Giur. comm.*, 1976, I, p. 799 ss. e M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo, G.B. Portale, vol. 2\*, Torino, 1991, 65.

ordinamenti stranieri.

Ma vi è di più: muovendosi dalla prospettiva “astratta” adottata nel primo capitolo del lavoro all’analisi concreta dei caratteri che, nella pratica, la formulazione di ogni tipologia di condizione dovrà avere in relazione al suo scopo, sarà possibile, in seconda battuta, addivenire ad un’ulteriore e diversa classificazione di tipo *strutturale*, che fungerà da punto di partenza per risolvere i problemi applicativi e le ricadute disciplinari sollevati dall’adozione dello strumento del voto condizionato<sup>149</sup>.

## **2. Il condizionamento del diritto di voto: una classificazione *teleologica*.**

Prima di procedere alla rassegna delle diverse tipologie “funzionali” di condizione, posto che, come si è detto, ci si servirà, come strumento di ricerca, anche dell’analisi comparata, occorre brevemente passare in rassegna la legislazione dei Paesi di riferimento per capire se e come questi si approccino al fenomeno della condizione applicata al diritto di voto.

La scelta degli ordinamenti segue, anzitutto, una logica di somiglianza: così, la Francia, alla cui legislazione civile è ispirata quella italiana, sembra il primo e naturale punto di approdo di un’indagine comparata. Anche la legislazione societaria per quanto riguarda il comparto del diritto di voto nella società per azioni vede, infatti, numerosi punti di contatto con quella italiana, rendendo non solo più semplice, ma anche più sensato un confronto delle soluzioni adottate. Per quanto riguarda nello specifico la condizione, la norma francese si esprime un po’ diversamente da quella adottata dal nostro legislatore nazionale, concentrandosi perlopiù sull’aspetto temporale nella possibile modulazione del diritto di voto: l’art. L. 228-11 prevede, infatti, che il diritto di voto possa essere attribuito o sospeso per una durata determinata o determinabile<sup>150</sup>. Essa, quindi, pare includere nel testo

---

<sup>149</sup> A tali temi sarà dedicata la terza parte del lavoro.

<sup>150</sup> L’art. L. 228-11 dispone che «*Lors de la constitution de la société ou au cours de son existence, il peut être créé des actions de préférence, avec ou sans droit de vote, assorties de droits particuliers de toute nature, à titre temporaire ou permanent. Ces droits sont définis par les statuts et, pour les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation, dans le respect des articles L. 225-122 à L. 225-125.*

della norma sia l'ipotesi di condizionamento del voto, ossia la possibilità che questo sorga o sia sospeso in relazione al verificarsi di un evento, per un tempo determinabile<sup>151</sup>, sia quella limitrofa del voto sottoposto ad un termine di durata<sup>152</sup>; questa seconda ipotesi, senz'altro possibile anche nel nostro ordinamento, non sarà oggetto di specifica indagine nel presente lavoro. Nonostante non ne sia fatta menzione nella lettera della norma, poi, la dottrina ritiene pacificamente che la condizione non possa essere meramente potestativa, anche in questo caso in conformità con i dettami del diritto generale dei contratti<sup>153</sup>.

Accanto all'ordinamento francese, naturale appare rivolgersi anche oltreoceano al sistema statunitense, non foss'altro che per la dichiarata ispirazione, per la regolazione delle *actions de préférence* (categoria nella quale rientrano anche le azioni con voto sottoposto a condizione, proprio alle *preferred shares* che in

---

***Le droit de vote peut être aménagé pour un délai déterminé ou déterminable. Il peut être suspendu pour une durée déterminée ou déterminable ou supprimé.***

*Les actions de préférence sans droit de vote ne peuvent représenter plus de la moitié du capital social, et dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, plus du quart du capital social.*

*Toute émission ayant pour effet de porter la proportion au-delà de cette limite peut être annulée.*

*Par dérogation aux articles L. 225-132 et L. 228-91, les actions de préférence auxquelles est attaché un droit limité de participation aux dividendes, aux réserves ou au partage du patrimoine en cas de liquidation sont privées de droit préférentiel de souscription pour toute augmentation de capital en numéraire, sous réserve de stipulations contraires des statuts.».*

<sup>151</sup> A. VIANDIER, *Les actions de préférence*, in JCP E, 2004, 1440 ss. ; A. BAUDRY, *Les actions de préférence*, Thèse Université Paris II Panthéon Assas, 2005, 20 ss., in [http://mja-assas.fr/wp-content/uploads/Les-actions-de-pr%C3%A9f%C3%A9rence\\_Agn%C3%A8s-BAUDRY\\_2005.pdf](http://mja-assas.fr/wp-content/uploads/Les-actions-de-pr%C3%A9f%C3%A9rence_Agn%C3%A8s-BAUDRY_2005.pdf).

<sup>152</sup> Si potrebbe, così, immaginare, a titolo del tutto esemplificativo, una clausola che preveda che, dal momento dell'ingresso in società, per tre anni ai nuovi azionisti spetterà un diritto di nomina speciale di un membro del consiglio di amministrazione.

<sup>153</sup> Cfr. ad esempio V. DEBRUT, *L'aménagement statutaire du droit de vote dans la société anonyme*, Mémoire présenté pour l'obtention du Master II Recherche Droit Privé Fondamental Université de Poitiers, in <http://ecrirelaregledujeu.fr/wp-content/uploads/2018/06/Debrut.-Am%C3%A9nagement-statutaire-droit-de-vote-SA.pdf>, 2006, 61.

quell'ordinamento hanno avuto origine<sup>154</sup>. Così, se è noto che la legislazione societaria ha regolamentazione autonoma in ogni stato federale, se si fa per esempio riferimento al *Model Business Corporation Act* (ossia un modello di regolamentazione predisposto dal *Committee on Corporate Laws* della sezione *Business Law* dell'*American Bar Association* e adottato da ventiquattro stati) si noterà che al § 6.01, rubricato "*Authorized Shares*", nell'ampia libertà statutaria concessa agli statuti, si prevede anche la possibilità di emettere azioni che abbiano diritto di voto "speciale, limitato o condizionato"<sup>155</sup>.

Infine, nonostante l'esistenza di alcune differenze in punto di ampiezza

---

<sup>154</sup> J. MESTRE, D. VELARDOCCHIO, A. MESTRE-CHAMI, *Lamy sociétés commerciales*, Parigi, 2016, 2228.

<sup>155</sup> Il testo originale della norma prescrive: «(a) *The articles of incorporation must set forth any classes of shares and series of shares within a class, and the number of shares of each class and series, that the corporation is authorized to issue. If more than one class or series of shares is authorized, the articles of incorporation must prescribe a distinguishing designation for each class or series and, before the issuance of shares of a class or series, describe the terms, including the preferences, rights, and limitations, of that class or series. Except to the extent varied as permitted by this section, all shares of a class or series must have terms, including preferences, rights, and limitations, that are identical with those of other shares of the same class or series.*

(b) *The articles of incorporation must authorize: (1) one or more classes or series of shares that together have full voting rights, and (2) one or more classes or series of shares (which may be the same class, classes or series*

*as those with voting rights) that together are entitled to receive the net assets of the corporation upon dissolution.*

(c) *The articles of incorporation may authorize one or more classes or series of shares that: (1) **have special, conditional, or limited voting rights, or no right to vote, except to the extent otherwise provided by this Act**; (2) are redeemable or convertible as specified in the articles of incorporation: (i) at the option of the corporation, the shareholder, or another person or upon the occurrence of a specified event; (ii) for cash, indebtedness, securities, or other property; and (iii) at prices and in amounts specified or determined in accordance with a formula; (3) entitle the holders to distributions calculated in any manner, including dividends that may be cumulative, noncumulative, or partially cumulative; or (4) have preference over any other class or series of shares with respect to distributions, including distributions upon the dissolution of the corporation.*

(d) *Terms of shares may be made dependent upon facts objectively ascertainable outside the articles of incorporation in accordance with section 1.20(k).*

(e) *Any of the terms of shares may vary among holders of the same class or series so long as such variations are expressly set forth in the articles of incorporation.*

(f) *The description of the preferences, rights, and limitations of classes or series of shares in subsection § 6.01(c) is not exhaustive.».*

dell'autonomia concessa agli statuti nell'attribuzione del diritto di voto ed, in particolare, l'assenza di una qualsivoglia norma che menzioni espressamente un sistema di condizionamento del voto, si farà, occasionalmente e per singoli istituti, riferimento anche al diritto tedesco, stante la rilevanza del suo mercato nel sistema europeo e la somiglianza nella struttura proprietaria delle sue società rispetto a quelle italiane.

Da qui in avanti, dunque, senza pretesa di includere nella trattazione ogni possibile applicazione pratica dell'istituto, si passeranno in rassegna le ipotesi che paiono, almeno nella teoria, essere da un lato più rilevanti e, dall'altro, più problematiche in punto di disciplina.

### **2.1. Voto condizionato con funzione “fidelizzante” o generalmente “premiabile”.**

Le crisi finanziarie dell'ultimo decennio hanno dato origine a numerosissimi studi, condotti in ogni Paese, al fine di indagarne le cause: tra le altre, una delle principali è stata rinvenuta nella prospettiva di creazione di valore nel solo breve periodo (c.d. *short-termism*) adottata dagli investitori che ha, di conseguenza, influenzato ed orientato in tal senso le politiche di gestione del *management*<sup>156</sup>. Sulla base di detti studi, corrispondenti regole di contrasto allo *short-termism* sono state, dunque, adottate da numerose legislazioni societarie, per il tramite di diversi strumenti volti ad incidere sui diritti spettanti ai titolari delle azioni, in modo da incentivare una loro più ampia partecipazione alla vita della società in un'ottica di durata e di investimento nel lungo periodo.

Per quanto specificamente concerne il profilo del diritto di voto oggetto della

---

<sup>156</sup> Se già, infatti, i componenti dell'organo amministrativo, hanno un naturale incentivo a prestare attenzione più alla massimizzazione del valore della società nell'immediato, in modo che i guadagni così ottenuti si riflettano (anche) sull'aumento dei loro compensi, nel momento in cui lo stesso intento è perseguito anche dai principali investitori (che, in quanto soci maggioritari, hanno il potere di elegerli ed eventualmente quello di revocarli e, quindi, pur indirettamente, di indirizzarne le scelte), la vocazione allo *short-termism* diventa pressochè inevitabile. S. THOMSEN, M. CONYON, *Corporate governance: mechanisms and systems*, Londra, 2012, 10; L. DALLAS, *Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance*, in *The journal of corporation law*, 2012, 266 ss; P. MARCHETTI, C. MOSCA, *Note sparse sulle loyalty shares*, in *Riv. soc.*, 2018, 1549 ss.

presente ricerca, lo schema seguito dai vari ordinamenti nell'adozione di dette misure "fidelizzanti" è quello del voto maggiorato, che pare poter a pieno titolo rientrare nel paradigma della condizione<sup>157</sup>: essa viene normalmente applicata in maniera eguale a tutto il capitale, ma nulla vieta, come si avrà occasione di argomentare in seguito, che possa incidere su di una sola parte di questo e, quindi, costituire diritto particolare di una sola categoria di azioni. Il meccanismo a tal fine studiato prevede, in particolare, che a tutti i soci che soddisfino la condizione del possesso dell'azione per un dato periodo di tempo continuativo, spetti un potenziamento del diritto di voto, sull'assunto che coloro che detengono un titolo azionario per un periodo di tempo più lungo, abbiano anche un maggiore interesse rivolto all'attività e gestione sociale, in una prospettiva di lungo periodo<sup>158</sup>.

Per inciso, pare opportuno far rilevare che in questa sede ci si occupa di misure relative al diritto di voto, essendo questo l'oggetto centrale della ricerca, ma non si ignora che la medesima finalità di fidelizzazione dell'azionariato si può raggiungere anche agendo su altri diritti incorporati nel titolo, siano essi di natura amministrativa<sup>159</sup> o patrimoniale<sup>160</sup>. Parimenti, è utile sottolineare che lo strumento

---

<sup>157</sup> P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, in *Riv. soc.*, 2015, 452.

<sup>158</sup> A. SACCO GINEVRI, *L'attribuzione di diritti particolari agli azionisti di lungo termine in una prospettiva comparata*, in *RDS*, 2012, 231 ss.; U. TOMBARI, *"Maggiorazione del dividendo" e "maggiorazione del voto": verso uno "statuto normativo" per l'investitore di medio-lungo termine?*, in *Principio capitalistico. Quo vadis?*, Torino, 2016, 180 ss.; CIRCOLARE ASSONIME n. 10/2015, in *Riv. soc.*, 2015, 504 ss.; nella dottrina statunitense, si vedano, *ex multis*, D.J. BERGER, S. DAVIDOFF, A.J. BENJAMIN, *Tenure Voting and the U.S. Public Company*, in *Business Lawyer*, 2017, 72, 295 ss.; L. DALLAS, J.M. BARRY, *Long-Term Shareholders and Time-Phased Voting*, in *Delaware Journal of Corporate Law*, 2015, 541 ss.; P. BOLTON, F. SAMAMA, *Loyalty-Shares: Rewarding Long-term Investors*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 2013, 86 ss.

<sup>159</sup> Diritti "particolari" possono essere attribuiti a taluni azionisti fedeli in punto di integrazione dell'ordine del giorno o informativa pre-assembleare. Regole di questo tipo sono, per esempio, adottate negli Stati Uniti dalla SEC (*Security Exchange Commission*) per i "soci di lungo periodo", che detengano l'azione da almeno un anno (cfr. ad esempio Rule 14a).

<sup>160</sup> Si fa riferimento, in primo luogo, all'istituto della maggiorazione del dividendo, disciplinato nel nostro ordinamento dall'art. 127-*quater* del TUF per le società quotate, ma certamente ammissibile per scelta statutaria anche nelle società chiuse. Senza pretesa di completezza, sul tema si vedano U. TOMBARI, *"Maggiorazione del dividendo" e "maggiorazione*

del voto maggiorato non risponde solamente allo scopo di fidelizzazione dell'azionariato, ma pare efficace e molto utilizzato anche come mezzo di contrasto in occasione di scalate ostili<sup>161</sup>.

### 2.1.1. *Segue. Il caso francese.*

L'esperienza europea "pilota" per l'adozione e regolazione dell'istituto è, come noto, quella francese<sup>162</sup>, che pare, tra l'altro, aver funto da modello anche per il "nostro" voto maggiorato: il *Code de Commerce*, infatti, a dispetto della regola di proporzionalità enunciata dall'art. L. 225-122, secondo la quale ad ogni azione spetta un voto, ai sensi del successivo art. L. 225-123 permette, tramite espressa previsione di una clausola statutaria, l'attribuzione di un voto doppio a tutte le azioni nominative, integralmente liberate ed iscritte al libro soci a nome dello stesso titolare da almeno due anni, in ottica di ricompensa agli azionisti fedeli<sup>163</sup>; tale strumento è indifferentemente indirizzato a tutte le società, indipendentemente dal fatto che le relative azioni siano o meno quotate in un mercato regolamentato. Ulteriore evoluzione normativa si è avuta di recente con la c.d. *Loi Florange* (L. 384 del 29 marzo 2014): nell'ottica, in generale, di incentivare all'utilizzo delle *loyalty shares* e, in particolare, di facilitare la liquidazione di partecipazioni pubbliche nelle società quotate francesi, permettendo comunque allo Stato di detenere una percentuale sufficiente per mantenere il controllo, il voto doppio per gli azionisti "fedeli" è stato reso il modello legale dispositivo per le società quotate, ovviamente con la facoltà per

---

*del voto*, cit., 179 ss.; G.A. RESCIO, *Clausole di maggiorazione del dividendo ad incentivazione dell'azionariato attivo*, in <http://elibrary.fondazione-notariato.it>, 2010.

<sup>161</sup> Cfr. M. STORCK, T. RAVEL D'ESCAPLON, *Faut-il supprimer les actions à droit de vote double en droit français?*, in *Bulletin Joly Sociétés*, 2009, 90; J. MESTRE, D. VELARDOCCHIO, A. MESTRE-CHAMI, *Lamy sociétés commerciales*, Parigi, 2016, 2227.

<sup>162</sup> In Francia la tradizione dell'istituto è assai lunga: il voto doppio trova, infatti, ingresso nel *Code de Commerce* già dal 1933. Cfr. M. STORCK, T. RAVEL D'ESCAPLON, *Faut-il supprimer les actions à droit de vote double en droit français?*, cit., 90.

<sup>163</sup> La norma francese prevede, infatti, che «*Un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité de capital social qu'elles représentent, peut être attribué, par les statuts à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire.*». Per un commento, cfr. per tutti J. MESTRE, D. VELARDOCCHIO, A. MESTRE-CHAMI, *Lamy sociétés commerciales*, cit., 2225 ss.

ogni singolo ente di procedere ad un *opt-out* e riadottare il principio *one share-one vote*.

Vale la pena, a tal proposito, prestare attenzione ad alcuni studi empirici condotti, in seguito all'entrata in vigore di questa novella legislativa, su di un campione di 104 società quotate francesi<sup>164</sup>: di queste, 59 già avevano adottato con espressa previsione statutaria il modello del voto maggiorato; delle 45 rimanenti, 31 hanno espressamente approvato l'*opt-out*, volto a ristabilire le regole da loro originariamente scelte per la distribuzione del diritto di voto ai soci. Il risultato delle ricerche ed, in particolare, il nutrito numero di società che si discostano dal modello legale per tornare a quello originario conduce, secondo gli autori, a poter formulare una conclusione così articolata: da un lato, consente di sollevare legittimi dubbi sulla desiderabilità del modello del *vote double* quale efficace meccanismo di *corporate governance*, anche in ragione del fatto che esso parrebbe rafforzare in maniera eccessiva la posizione degli *insiders*; dall'altro, di continuare a pensare al principio *one share-one vote* come miglior modello di distribuzione del voto, anche in ragione della risposta positiva del mercato alle scelte di *opt-out*. Di là da questa ricostruzione, che corre il rischio di apparire talvolta eccessivamente aprioristica o radicale, ciò che certamente la ricerca sembra dimostrare è che, come già si è avuto modo di argomentare nel capitolo precedente, non esiste un principio di distribuzione del voto in senso assoluto migliore, ma esso dipende piuttosto dalle caratteristiche della singola impresa. Le risultanze empiriche di questi studi provano, infatti, che le società tendono ad optare per il modello che ritengono più adatto alla loro struttura proprietaria, indipendentemente da quale sia la regola di *default* adottata dalla legislazione vigente. Ad ulteriore supporto di questa considerazione, del resto, si può citare un altro studio empirico (stavolta svolto su società italiane)<sup>165</sup>, che rivela che

---

<sup>164</sup> M. BECHT, Y. KAMISARENKA, A. PAJUSTE, *Loyalty Shares with Tenure Voting - a Coasian Bargain? Evidence from the Loi Florange Experiment*, in <https://ecgi.global/content/loyalty-shares>, 2018; T. BOURVEAU, F. BROCHET, A. GAREL, *The Effect of Tenure-Based Voting Rights on Stock Market Attractiveness: Evidence From the Florange Act*, in [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3324237](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3324237), 2019.

<sup>165</sup> Il riferimento è ad E. CROCI, *Controlling-Enhancing Mechanisms: Loyalty Shares and Multiple-Voting Shares in Italy*, in <https://ecgi.global/content/loyalty-shares>, 2018.

all'indomani dell'introduzione in statuto del voto maggiorato, le azioni delle relative società hanno fatto registrare andamenti mediamente positivi, il che dimostra che, anche a dispetto del tradizionale sfavore con cui detto strumento viene guardato dagli investitori istituzionali e dalle associazioni di indirizzo e di gestione collettiva del risparmio, l'opzione in discorso non è sempre foriera di risultati negativi, ma è, anzi, appropriata o perlomeno favorita in presenza di strutture societarie di tipo familiare o, comunque, controllate da un azionista forte.

Prima di procedere con l'analisi della disciplina dell'istituto, è pure il caso di tenere conto del fatto che, ai sensi della recentissima *Loi Pacte* (L. 486 del 22 maggio 2019), viene operata una ulteriore differenziazione tra società chiuse e quotate (che finisce per avvicinare ancora di più il sistema di voto francese a quello italiano), permettendo alle sole società non quotate di assegnare un voto doppio ai soci senza dover rispettare le limitazioni di cui all'art. L. 225-123 e, quindi, anche in assenza della liberazione integrale dei precedenti conferimenti e, soprattutto, della detenzione continuativa del titolo per almeno due anni (trasformando, di fatto, l'istituto in uno strumento accostabile al nostro voto plurimo disciplinato per le società non quotate dall'art. 2351, c. 4 c.c., ma con il limite di soli due voti anziché tre per ogni azione).

Orbene, procedendo con l'analisi della norma, per vero abbastanza stringata se comparata con quella italiana, si nota che il voto doppio pare maturare automaticamente con il realizzarsi della condizione dell'iscrizione biennale continuativa, a nome del medesimo titolare, dei titoli azionari nel libro soci, senza che sia necessaria alcuna attività ulteriore di alcuno dei soggetti coinvolti. Il successivo art. L. 225-124 detta, poi, disposizioni riguardo alla permanenza o alla perdita del privilegio in questione: in coerenza con l'ottica "premiale" sottesa all'istituto, si prevede, infatti, che tutte le azioni che siano trasformate da nominative al portatore o che siano trasferite ad altro titolare perdono il diritto di voto, salvo che non si tratti di ipotesi di trasferimento per successione ereditaria, fusione o scissione, che la legge non considera interruttivi del periodo biennale di detenzione.

Quanto ad altre ipotesi per così dire limitrofe che sono di più incerta regolazione

è la dottrina a fornire soluzioni agli operatori; appare interessante, in questa sede, accennare in particolare alle interpretazioni che si distaccano da quelle oggi proposte in Italia da taluni autori che si occupano di voto maggiorato, al fine di verificare ed, eventualmente, ridiscutere le conclusioni dottrinali raggiunte.

Il primo livello di differenziazione si pone in materia di usufrutto (e, direi, egualmente di pegno) gravante sulle azioni, caso in cui la dottrina francese ritiene che il voto doppio si mantenga anche in capo al nuovo soggetto che esercita i diritti collegati al titolo<sup>166</sup>: e, infatti, da un lato il requisito dell'iscrizione dell'azione in capo al medesimo titolare nel libro soci permane; dall'altro, posto che la norma ben chiarisce che il diritto di voto (potenziato), pur maturando in ragione di una circostanza "personale", rimane comunque legato al titolo e non all'azionista, logica conseguenza vuole che esso si trasmetta anche all'usufruttuario (o al titolare del pegno) insieme a tutti gli altri diritti collegati al bene. Se questa soluzione appare senz'altro dotata di una sua ragionevolezza, non si può fare a meno di rilevare che essa potrebbe condurre a fattispecie potenzialmente abusive, se non a veri e propri fenomeni di *empty voting*<sup>167</sup>, poiché porterebbe a situazioni in cui comunque ad esercitare il voto non è il socio titolare dell'azione; specie nel caso dell'usufrutto costituito a titolo oneroso, si giungerebbe ad una fattispecie non lontana dall'ipotesi di vendita del voto<sup>168</sup>.

---

<sup>166</sup> V. DEBRUT, *L'aménagement statutaire du droit de vote dans la société anonyme, Mémoire présenté pour l'obtention du Master II Recherche Droit Privé Fondamental Université de Poitiers*, in <http://ecrيرهlaregledujeu.fr/wp-content/uploads/2018/06/Debrut.-Am%C3%A9nagement-statutaire-droit-de-vote-SA.pdf>, 2006, 44.

<sup>167</sup> Se per "*empty voting*" si debbono intendere solo i casi in cui il diritto di voto collegato al titolo sia esercitato da soggetto privo di corrispondente esposizione economica nei confronti dell'emittente e, quindi, totalmente disinteressato all'andamento della gestione sociale, i casi di pegno ed usufrutto non paiono rientrare nella fattispecie poiché entrambi i soggetti (nudo proprietario e creditore pignoratorio o usufruttuario) hanno un interesse diretto all'interno dell'organizzazione societaria. Sul tema cfr. G. SANDRELLI, *Innovazione finanziaria*, cit., 33 ss.

<sup>168</sup> Sul tema, la cui trattazione esula dall'ambito della presente ricerca, si rinvia a E. SCIMEMI, *La vendita del voto nelle società per azioni*, Milano, 2003; F. GUERRERA, *La scissione tra proprietà e voto nella s.p.a.*, cit., 198 ss.; M. LAMANDINI, *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 491 ss.; V. CARIELLO, *Azioni a*

Altra tematica di cui pare opportuno occuparsi è quella dell'effettiva spettanza del privilegio della maggiorazione, specie nel caso in cui all'interno della società siano presenti più categorie di azioni, alcune delle quali totalmente prive del diritto di voto. La dottrina francese, aderendo alla posizione del *Comité juridique ANSA* (*Association nationale des sociétés par actions*) espressasi sullo specifico caso di conversione di azioni privilegiate in azioni ordinarie, ritiene che, seppur prive del diritto di voto, se detenute per due anni e *medio tempore* convertite, queste azioni abbiano parimenti diritto all'attribuzione del voto doppio: detta conclusione si basa sul fatto che, di là dei diritti ad esso collegati, sempre di titolo azionario si tratta e l'art. L. 225-123 non dispone alcuna differenziazione rispetto al contenuto che il titolo deve avere per accedere al privilegio della maggiorazione<sup>169</sup>. Come si avrà occasione di considerare poco oltre, tale principio non pare potersi spingere al punto da attribuire, perlomeno di *default* ed in carenza di specifica regolamentazione della fattispecie, il beneficio del voto doppio anche alle azioni che, pur detenute per un periodo di tempo sufficientemente lungo, siano del tutto prive del diritto di votare in assemblea (essendo sempre necessario, dunque, che *medio tempore* si verifichi un fenomeno di conversione che "trasformi" le azioni che ne erano prive in titoli con voto, almeno limitato).

### **2.1.2. Segue. L'esperienza italiana.**

Nel nostro Paese, dopo lunga e pressoché ingiustificata ritrosia, lo strumento in commento ha trovato accesso nella legislazione solo di recente, con l'introduzione, all'art. 127-*quinquies* TUF, delle azioni a voto maggiorato per le società quotate in borsa<sup>170</sup>. Se certamente anche in questo caso la tendenza a privilegiare una

---

*voto potenziato, "voti plurimi senza azioni" e tutela dei soci estranei al controllo*, in *Riv. soc.*, 2015, 164 ss.

<sup>169</sup> J. MESTRE, D. VELARDOCCHIO, A. MESTRE-CHAMI, *Lamy sociétés commerciales*, cit., 2225 ss.

<sup>170</sup> Tra i primi commenti sul tema, si vedano A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano, ma si 'pesano': superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in *Società*, 2014, 1048 ss.; N. ABRIANI, C. ANGELICI, V. CALANDRA BUONAURA, N. CIOCCA, R. COSTI, F. DENOZZA, G. GUIZZI, M. LIBERTINI, P. MONTALENTI, G. SCOGNAMIGLIO, F. VELLA, *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 211 ss.; P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, in

prospettiva gestoria di lungo termine, caldeggiata pure dai codici di autodisciplina, costituisce uno dei motivi sottesi alla riforma, non si può trascurare che un ruolo fondamentale, specie in seguito alla “emigrazione” di Fiat Industrial, abbia avuto anche la volontà di rendere l’ordinamento italiano competitivo con gli altri ordinamenti europei sotto il punto di vista dell’offerta di strumenti giuridici offerti agli operatori di mercato<sup>171</sup>.

La norma che introduce le azioni a voto maggiorato ricalca, nelle sue linee generali, quella francese sopra analizzata, e aggiunge dettagli alla disciplina così concepita: essa prevede, infatti, alla realizzazione di un evento condizionante, individuato nel possesso continuativo del titolo per ventiquattro mesi, l’attribuzione di un voto doppio all’azionista “fedele”; regola direttamente nella disposizione normativa alcune ricadute applicative che derivano dall’adozione dell’istituto; introduce, infine, un elemento di parziale novità, ossia la necessità di istituire un apposito elenco in cui gli azionisti che vogliono fruire della maggiorazione dovranno iscriversi.

Ecco, dunque, emergere un primo elemento di differenziazione rispetto al caso francese, che però non risiede tanto nelle regole di operatività della condizione ma, a

---

*Riv. soc.*, 2015, 448 ss.; G. FERRI JR., *Azioni a voto plurimo e voto maggiorato: profili tipologici*, in *Riv. not.*, 2015, 761 ss.

<sup>171</sup> P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali*, cit., 448 ss.; U. TOMBARI, “Maggiorazione del dividendo” e “maggiorazione del voto”, cit., 190; ID., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, 1085 e spec. nt. 8; C.F. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato e azioni a voto plurimo*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 779 ss.

È appena il caso di far notare che, accanto all’eclatante caso di Fiat, numerose altre società italiane (tra le altre, si ricordano Mediaset e Campari) hanno di recente, a dispetto dell’introduzione del voto maggiorato anche in Italia, deliberato comunque lo spostamento della propria sede all’estero e, nella specie, sempre in Olanda: la scelta dell’ordinamento è dichiaratamente fondata (anche) sulla presenza dello strumento della maggiorazione in una forma particolarmente favorevole per i soci di lungo periodo. La norma olandese, infatti, dispone che il beneficio si possa attribuire nella misura di 2, 5 e 10 voti per ciascuna azione ordinaria detenuta rispettivamente per un periodo di 2, 5 e 10 anni e si possa guadagnare immediatamente al termine del periodo di detenzione, indipendentemente dall’iscrizione in un registro apposito.

monte, nella selezione dei soggetti cui essa si applica: in tutti e due i casi, infatti, la condizione è concepita in modo che il potenziamento del diritto di voto si verifichi automaticamente al realizzarsi dell'evento condizionante (il possesso continuativo per un dato periodo), ma se nel caso francese è sufficiente l'iscrizione nel registro delle azioni nominative (che avviene automaticamente al momento in cui il soggetto acquista la qualità di socio, posto che, come detto, la regola del *vote double* è quella che si applica di *default*, in assenza di diversa opzione statutaria), per fruire del voto maggiorato all'italiana è necessaria un'ulteriore attività preliminare del soggetto cui potrebbe *ex lege* spettare il privilegio, il quale si dovrà, appunto, iscrivere in un apposito elenco. Solo dall'atto di detta iscrizione, dunque, comincerà a decorrere il termine biennale allo scadere del quale maturerà il voto doppio: da ciò si deduce che ogni socio sarà libero di decidere, in ogni momento, di iscrivere nel (o cancellare dal) registro tutta o una sola parte delle sue azioni, mettendo, quindi, in atto un personale *opt-out* dalla regola dispositiva, la quale invece, di per sé, si applicherebbe a tutto il capitale (con diritto di voto)<sup>172</sup>.

Quest'ultima specificazione è resa necessaria dall'ulteriore circostanza per cui, trattandosi di "maggiorazione" del voto, essa può naturalmente verificarsi solo ove un voto già ci sia; in tutti gli altri casi e, quindi, in presenza di categorie di azioni alle quali non spetta alcun voto (non penso solo alle azioni del tutto prive del diritto, ma anche a quelle a voto limitato per le delibere non di loro competenza o al voto subordinato a condizione sospensiva), il privilegio, pur astrattamente spettante, nei fatti non si applica. Una considerazione separata merita l'indagine sulla spettanza del privilegio in tutti i casi di conversione di una di queste categorie speciali con voto sottoproporzionale in azioni ordinarie: tenendo presente la *ratio* sottesa alla dottrina

---

<sup>172</sup> Forse ultroneamente, ma occorre comunque precisare che, pur essendo detta scelta rimessa in toto al titolare del diritto di voto e, quindi, ragionando secondo le categorie del diritto civile generale, ad una delle parti contraenti, non si incorre, in questo caso, nella violazione del divieto mera potestatività contenuto nell'art. 2351 c.c.: in questo caso, infatti, la volontà del socio non incide sulla realizzazione dell'evento dedotto in condizione, ma solo sulla circostanza preliminare di mettersi o meno nella situazione di vedersi applicare la condizione, che poi opererà e si realizzerà in maniera oggettiva ed eguale per tutto il capitale.

francese cui si faceva riferimento poco sopra, si dovrebbe concludere che, nel nostro caso, ad esse spetterebbe il voto doppio solo qualora i titolari, pur attualmente privi del diritto di voto, avessero avuto cura di iscrivere comunque le azioni nell'apposito elenco; è appena il caso di segnalare che, se è più probabile che il socio con voto pur limitato o che abbia comunque una ragionevole aspettativa alla realizzazione della condizione sospensiva che sulla sua azione grava, provveda all'iscrizione, un soggetto detentore di una azione di risparmio stabilmente priva del voto non avrebbe alcun interesse a farlo: il che produce un esito, se non apertamente discriminatorio, quantomeno incoerente, per cui l'azionista di risparmio (ragionevolmente non iscritto) che "subisca" una conversione obbligatoria delle sue azioni in ordinarie, non potrà conteggiare il periodo di detenzione pregressa del titolo per il beneficio della maggiorazione, cosa che invece sarà possibile per gli altri azionisti (ragionevolmente iscritti sulla base di un interesse "più attuale").

Ancora una volta, dunque, si constata come l'estrema duttilità in sede di formulazione, insita in ogni condizionamento del diritto di *voce*, renda variabile potenzialmente ad ogni assemblea il numero di voti che contribuiranno alla formazione dei *quorum* costitutivo e deliberativo<sup>173</sup>.

Altro profilo di interesse riguarda la classificazione delle azioni a voto maggiorato: quale che sia la percentuale di capitale che in ogni momento ne gode, infatti, come conferma lo stesso comma 5 dell'art. 127-*quinquies* TUF, le azioni cui si applica il beneficio della maggiorazione non costituiscono mai una categoria. Tenendo, poi, conto della natura dello strumento, che aspira a caratterizzarsi come elemento costitutivo dello statuto dell'investitore di lungo termine e, dunque, a premiare ogni socio detentore di un investimento durevole, si deve ulteriormente concludere che il voto maggiorato non solo non contribuisce a formare una categoria, ma nemmeno può essere attribuito ad una sola parte del capitale per il tramite della

---

<sup>173</sup> È, infatti, proprio l'ultimo comma dell'art. 127-*quinquies* TUF a disporre che «*se lo statuto non dispone diversamente, la maggiorazione del diritto di voto si computa anche per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale*»; specifica altresì, poi, che «*la maggiorazione non ha effetto sui diritti, diversi dal voto, spettanti in forza del possesso di determinate aliquote di capitale*».

creazione di una categoria di azioni o, in altre parole, non può essere unico elemento caratterizzante la categoria<sup>174</sup>; diversa, e ammissibile, pare invece l'esclusione di alcune specifiche categorie di azioni dalla sua applicazione, o la sua estensione a tutto il capitale votante, ma solo quando esso si esprime su determinati argomenti, o quando realizzi condizioni diverse ed ulteriori rispetto a quella della detenzione prolungata del titolo.

Dette soluzioni appaiono, appunto, coerenti con la natura dell'istituto, che nasce per applicarsi a tutti gli azionisti in maniera eguale, in relazione al verificarsi di una situazione oggettiva predeterminata (il possesso continuativo). E se è vero che l'attribuzione del privilegio è ancorata ad un criterio oggettivo, legato ad un parametro temporale assolutamente indipendente dall'identità del titolare dell'azione, è pur vero che, infine, la maggioranza è attribuita all'azionista e non comporta, invece, (come prova, appunto, il fatto che non dà origine ad una categoria speciale di azioni) alcuna variazione intrinseca del titolo azionario: non mancano, infatti, voci che confermano che lo strumento del voto maggiorato introduce un elemento personalistico nella struttura "anonima" della società azionaria<sup>175</sup>. E così, l'affermazione teorica svolta nel primo capitolo del lavoro, secondo cui la condizione introduce un peculiare mezzo di "personalizzazione" della società per azioni, trova allora un banco di prova pratico proprio nel funzionamento dello strumento del voto maggiorato: infatti, la maturazione del privilegio dipenderà non solo dalla duplice volontà del titolare dell'azione di iscriverla nell'apposito registro, prima, e di non

---

<sup>174</sup> P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali*, cit., 453; CIRCOLARE ASSONIME n. 10/2015, in *Riv. soc.*, 2015, 502; U. TOMBARI, "Maggiorazione del dividendo" e "maggiorazione del voto", cit., 193. *Contra* A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano, ma si 'pesano': superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in *Società*, 2014, 1059; E. GINEVRA, *La disciplina degli emittenti*, in *Diritto commerciale*, vol. 2, a cura di M. Cian, Torino, 2014, 914; E. LA MARCA, *Azioni(sti) con voto maggiorato: primi spunti*, in [www.ibattellidelreno.uniba.it](http://www.ibattellidelreno.uniba.it).

<sup>175</sup> Con specifico riguardo alle azioni a voto maggiorato cfr. U. TOMBARI, "Maggiorazione del dividendo" e "maggiorazione del voto", cit., 191; E. MARCHISIO, *La "maggiorazione del voto" (art. 127 quinquies t.u.f.): récompense al socio "stabile" o trucage del socio di controllo?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, I, 80 ss.; C.F. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato e azioni a voto plurimo*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 779 ss.

alienarla per almeno due anni, poi, ma anche dalla possibilità che l'esercizio del voto doppio potrà essere subordinato ad ulteriori condizioni (non meramente potestative). Ciò chiaramente non equivale comunque a dire, e anzi continua ad escludere, che la spettanza del diritto di voto possa essere ancorata a requisiti meramente soggettivi: la "personalizzazione" dovrà, comunque, sempre passare per il tramite di una circostanza oggettiva o, comunque, non discriminatoria perché di portata generale.

La considerazione relativa al fatto che la via della "personalizzazione" di ogni società azionaria si possa spingere anche oltre l'adozione del voto maggiorato, sottoponendo questo ad ulteriori condizioni, non si limita al piano della mera speculazione teorica, ma risponde, al contrario, all'interrogativo riguardante le peculiari finalità (di là da quella generica del premio all'azionista fedele) che possono spingere la singola società ad adottare lo strumento. E così, si può anzitutto pensare ad aggiuntive *sunset clauses* che, trascorso un dato periodo di tempo, facciano venir meno gli effetti della maggiorazione per evitare un eccessivo irrigidimento della compagine societaria, a scapito della contrapposta esigenza di contendibilità del controllo, avvertita soprattutto dalle società quotate<sup>176</sup>. Ancora, l'aggiunta di *sunrise*

---

<sup>176</sup> Si tratterebbe, dunque, per utilizzare i termini della dogmatica giuridica tradizionale, di condizione risolutiva o, ancor meglio, di termine finale, quando sia già previsto uno specifico intervallo di tempo al termine del quale si addiverà al tramonto del voto potenziato. Una simile esigenza è avvertita da L.A. BEBCHUK, K. KASTIEL in *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, in *Virginia Law Review*, 2017, 594 ss.: gli autori trattano, per vero, del diverso caso di *dual-class structures*, per così dire, permanenti (e, quindi, del caso in cui il capitale sia diviso in due o più categorie di azioni, di cui almeno una con voto potenziato) ritenendo che, se in un primo momento esse possono rivelarsi efficienti, specie qualora siano tese a garantire il mantenimento del controllo in capo ai soci fondatori, che detengono il *know-how* e specifiche conoscenze utili alla crescita dell'attività sociale, con il passare del tempo e, magari, il verificarsi di un passaggio generazione, esse rischiano di diventare un inutile strumento di rafforzamento del controllo, senza più alcun correlativo vantaggio per l'ulteriore sviluppo della società; per tale ragione, detti autori auspicano che all'interno di società con capitali così articolati, sia prevista una *sunset clause*, volta di fatto a ripristinare il principio *one share-one vote*. Nel caso del voto maggiorato, pur essendo per sua natura variabile, è comunque ragionevole pensare che, specie ove presente un azionista forte, esso sia più incentivato alla detenzione prolungata del titolo, creando così situazioni di scarsa o nulla contendibilità del controllo talvolta deleterie, che potrebbero essere, appunto, attenuate prevenendo un termine finale per l'efficacia dello strumento.

*clauses*, in forza delle quali l'esercizio del voto maggiorato già maturato sia sospensivamente condizionato, può essere utile, ad esempio, nei casi di IPO: posto che l'art. 127-*quinquies*, c. 7 TUF prevede che, qualora l'introduzione in statuto del voto maggiorato avvenga nel corso del procedimento di quotazione in un mercato regolamentato, la relativa clausola può prevedere che ai fini della maturazione del possesso continuativo sia computato anche il periodo anteriore alla data di iscrizione nell'elenco appositamente istituito, potrebbe essere, allora, utile condizionare l'effettiva possibilità di esercizio del voto doppio alla buona riuscita della stessa operazione di quotazione.

Ulteriore punto di indagine deve riguardare, poi, il regime di circolazione del titolo con voto doppio. Si rileva, anzitutto, che logica conseguenza del fatto che la maggiorazione del voto non dà origine ad una categoria di azioni (poiché, si ribadisce, dipende da una circostanza in cui si trova il soggetto titolare, ma non è incorporata nel titolo) è proprio quella per cui il privilegio non si trasferisce insieme con l'azione stessa ma, come anche il comma 3 dell'art. 127-*quinquies* TUF specifica, di regola si perde con la sua cessione; fanno eccezione a ciò quei trasferimenti che, pur comportando un mutamento formale del soggetto giuridico titolare dell'azione, realizzano comunque la *ratio* sottesa allo strumento, e cioè quella della continuità e "fedeltà" alla società, in quanto il nuovo soggetto ha comunanza di interessi (anche economici) con il titolare originario: così, il voto doppio si manterrà in caso di successione per causa di morte (trasferimento intra-familiare) o per fusione o scissione della società (trasferimenti infra-gruppo).

Anche in questo caso, come già si è constatato poco sopra, più dubbie rimangono, invece, talune altre ipotesi, non regolate dalla legge, in cui si verifichi comunque un qualche mutamento nella persona del soggetto titolato ad esprimere il voto, pur magari in assenza di formale trasferimento del titolo azionario sottostante. E così, dunque, a prova del fatto che non esistono soluzioni certe per casi simili, il problema della conservazione del voto maggiorato nel caso in cui l'azione sia sottoposta a pegno o usufrutto pare essere risolto in maniera diversa da quella illustrata per l'ordinamento francese da larga parte della dottrina nostrana: si ritiene,

infatti, che tali fattispecie, risultando nell'attribuzione del voto ad altri soggetti diversi dal socio "fedele", al pari della cessione comportino una perdita del beneficio della maggiorazione; fa eccezione, naturalmente, l'ipotesi in cui con un apposito accordo il solo diritto di voto sia "scorporato" e rimanga in capo al titolare dell'azione<sup>177</sup>.

Vi è, da ultimo, da tener conto di un ulteriore aspetto della disciplina normativa dell'istituto, che appare utile e funzionale a ricavare elementi ricostruttivi per la regolazione generale dello strumento della condizione applicata al voto: l'art. 127-*quinquies*, al comma 6, precisa che nel caso di introduzione della clausola di voto maggiorato in statuto è escluso il diritto di recesso. Tale norma appare giustificata se si pone mente al fatto che, trattandosi normalmente di clausola che si applica a tutto il capitale in maniera indistinta ed egualitaria, essa non comporterebbe alcun nocumento per nessuno dei soci; la regola, però, dovrebbe poter subire un'eccezione nel caso in cui, come la dottrina pare ammettere, sia possibile escludere esplicitamente talune categorie di azioni dal beneficio della maggiorazione: *nulla quaestio* se si tratta di azioni di risparmio che, in quanto prive del diritto di voto, non ne sono comunque influenzate, ma lo stesso principio non vale qualora si tratti di altre categorie di azioni dotate di un qualche diritto di voto, pur depotenziato. Alla luce di ciò, ci si potrebbe chiedere se sia sufficiente un voto a maggioranza (pur rafforzata, essendo pacificamente necessari i *quorum* previsti per le assemblee straordinarie che intervengono modificando lo statuto) per introdurre la clausola o se, invece, la carenza del diritto di recesso per i soci che non concorrono all'adozione della delibera non dovrebbe indurre a richiedere maggioranze più ampie ancora, o addirittura l'unanimità. La risposta pare in ogni caso dover ricadere sulla prima opzione: anzitutto, maggioranze per così dire "speciali" dovrebbero essere espressamente previste dal legislatore; si deve, poi, considerare che, ad oggi, non si rinviene, nella legislazione societaria dedicata alle società di capitali, alcuna ipotesi di voto unanime, ma anzi, anche delibere estremamente incisive, quale ad esempio quella di trasformazione eterogenea ai sensi dell'art. 2500-*septies* c.c., sono

---

<sup>177</sup> P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali*, cit., 455.

pacificamente adottabili a maggioranza<sup>178</sup>. Ciò non significa, ovviamente, che i soci che ritengano di aver subito un pregiudizio derivante da una simile decisione non siano forniti di alcuna tutela: a loro disposizione, rimangono, infatti, tutti i classici rimedi di tipo societario ed, in particolare, la possibilità di fare domanda di annullamento della delibera per abuso di maggioranza. Tale affermazione si giustifica alla luce del fatto che, in tutti i casi di allentamento del nesso tra potere e rischio, il riferimento alla partecipazione rimane assolutamente centrale ed è proprio attorno ad essa che va costruita la disciplina, anche rimediale, da parametrarsi, nel caso di specie, al generale dovere di buona fede e correttezza (prodromico alla rilevazione di eventuali fattispecie di abuso), la cui entità si accresce al decrescere della correlazione proporzionale tra potere e rischio<sup>179</sup>.

Prima di concludere con le riflessioni relative a detta tipologia di condizione, vale ancora la pena di spendere qualche ulteriore considerazione sull'effettività del voto maggiorato quale strumento di fidelizzazione dell'azionariato.

Vi è, dunque, anzitutto da dire che, nascendo esso nel contesto della società quotata, è evidente che per essa appare senza dubbio più funzionale: trattandosi, infatti, di società nella quale i soci hanno la possibilità di dismettere agevolmente il proprio investimento in ogni momento, proprio in ragione della liquidità e speditezza garantite dal fatto che le loro azioni sono quotate e scambiate in un mercato regolamentato, un incentivo quale quello della maggiorazione del voto appare utile a creare un argine al continuo ricambio della compagine in base al solo valore dei corsi azionari, incentivando invece taluni soggetti a distaccarsi dalla logica

---

<sup>178</sup> Tale tendenza appare coerente con uno degli evidenziati principi cardine delle norme che permeano l'attuale diritto delle società di capitali, ossia quello della sovraordinata esigenza di tutela della funzionalità assembleare, che rischierebbe di subire un grave *vulnus* nel caso di previsione di delibere da adottarsi all'unanimità in compagini idealmente composte da un numero di membri più nutrito o, quantomeno, meno coeso e più variegato rispetto a quello delle società personali. In tale senso cfr. Trib. Perugia, 29 febbraio 2008, in *Giur. comm.*, 2010, II, 309, con nota di E.M. TRIPPUTI, *Questioni in tema di scaglionamento del diritto di voto, divieto di concorrenza del socio e sanzioni statutarie per la violazione di tale divieto*.

<sup>179</sup> Cfr. F. GUERRERA, *La scissione tra proprietà e voto nella s.p.a.: doveri, abusi, rimedi*, in *Principio capitalistico. Quo vadis?*, Torino, 2016, 198 ss.

di mero investimento e interessarsi alla gestione di lungo periodo, avendo anche possibilità di esercitare il proprio diritto di *voice* in maniera più incisiva. Se questo appare il quadro generale, vi è poi da chiedersi effettivamente se dette teorie, calate nella realtà degli affari e dei traffici, trovino effettivo riscontro. Taluni autori hanno, in effetti, suggerito l'idea secondo cui un premio agli azionisti di lungo periodo conduce in maniera più intensa ad incentivare l'attivismo dei soci in Paesi in cui si riscontrano strutture proprietarie c.d. "disperse" (tradizionalmente identificati con i Paesi di *common law*), mentre in Paesi nei quali la proprietà è già saldamente concentrata nelle mani di un gruppo di controllo (tradizionalmente identificati con i Paesi di *civil law*) ha un'influenza maggiore sulla stabilizzazione dei corsi azionari<sup>180</sup>. Infine vi è da considerare che, oltre agli scopi più o meno dichiarati ed oggetto di studio in questo paragrafo, il potenziamento del voto agli azionisti fedeli, che si suppongono orientati ad una prudente gestione e, quindi, parimenti esposti anche sotto il profilo economico con un investimento nei confronti dell'emittente, fungerebbe anche da indiretto argine e contrasto<sup>181</sup> a tutti i soggetti che, invece, pur esercitando il voto, non hanno alcuna esposizione economica nei confronti dell'emittente (c.d. *empty voters*) e sono normalmente orientati a logiche fortemente speculative; aumentando la possibilità dei soci "fedeli" di incidere in maniera significativa nelle dinamiche assembleari, si favorisce, tra l'altro, anche dialogo più efficiente e proficuo con gli organi sociali e soprattutto con il *management*.

---

<sup>180</sup> In questo secondo caso, infatti, c'è un gruppo nutrito di soci che, in ragione dello stabile controllo che ha sulla società, già partecipa in maniera naturale allo svolgimento della sua gestione quotidiana; l'incentivo, allora, serve ad intercettare anche i soci di minoranza e ad arginare la frequente compravendita dei titoli che avrebbe, appunto, come conseguenza, quella di rendere il loro valore più incerto, soggetto a fluttuazioni e, in ultima analisi, meno appetibile per eventuali compratori che avessero una prospettiva sì di investimento, ma non con un alto grado di speculazione. In dottrina cfr. B.S. BLACK E J.C. COFFEE JR., *Hail Britannia?: Institutional Invest or Behavior Under Limited Regulation*, in *Michigan Law Review*, 1994, 1997 ss.

<sup>181</sup> Ciò è ancora più importante se si tiene a mente che gli studiosi del tema ritengono che altri limiti espressi, quale un ipotetico puntuale divieto di *empty voting* o l'imposizione di livelli di *disclosure* eccessivamente onerosa, non fungerebbero da idoneo contratto al fenomeno. Cfr. per tutti G. SANDRELLI, *Innovazione finanziaria*, cit., 264 ss.

### 2.1.3. *Segue. Il meccanismo di fidelizzazione nelle società chiuse.*

Se tutto ciò che si è considerato finora è certamente vero, non solo la possibilità di inserimento, ma anche la potenziale utilità del meccanismo della maggiorazione, da realizzarsi proprio per il tramite di un condizionamento del voto, non va esclusa nemmeno per le società per azioni c.d. chiuse: da un lato, anzitutto, non pare esistano dei limiti di legge, né espressi né tantomeno insiti nel sistema, che impediscano, nel generale principio di atipicità delle categorie azionarie, di inserire un simile strumento di fidelizzazione anche nella società chiusa; dall'altro, se è vero che in questo contesto il disinvestimento del socio non è così agile come nella società quotata e, quindi, di contro, la detenzione del titolo per un lungo periodo appare tendenzialmente più frequente, non è da escludersi che esistano società, pur non quotate, i cui titoli potrebbero, a tacer d'altro, essere comunque ambiti da terzi e dare origine, in assenza di clausole limitative della circolazione, a continui ricambi nella compagine sociale. In quest'ottica, dunque, appare certamente ammissibile la creazione di una categoria di azioni a voto multiplo *ex art. 2351, c. 4 c.c.* sottoposte ad una condizione sospensiva, che attribuisca un diritto di voto potenziato al raggiungimento di una dato periodo di detenzione (incentivando la partecipazione attiva alla vita della società), così come ad una condizione risolutiva che faccia perdere il privilegio o, addirittura, il voto *in toto* in caso di alienazione del titolo a terzi (scoraggiando, così, proprio il trasferimento stesso)<sup>182</sup>; parimenti, nulla pare vietare l'introduzione di una clausola di maggiorazione del voto, estesa a tutto il capitale e che, quindi, per applicarsi, non deve passare necessariamente attraverso la creazione di una categoria speciale di azioni. Categorie siffatte, naturalmente, non dovranno sottostare alle regole di cui all'art. 127-*quinquies* TUF, se non altro poiché, trattandosi di legge speciale riferita alle quotate, essa non trova applicazione per quanto riguarda le società chiuse<sup>183</sup>.

---

<sup>182</sup> In questo senso cfr. CONSIGLIO NOTARILE DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, *Massima n. 48/2018, Categorie di azioni a voto plurimo fidelizzanti*, in <https://www.consiglionotarilefirenze.it>.

<sup>183</sup> Ciò significa, per esempio, che non dovranno sottostare al limite del voto doppio, ma potranno attribuire sino a tre voti o, ancora, che il periodo di maturazione del privilegio potrà essere stabilito in un lasso di tempo non solo superiore (come nel caso delle quotate),

A chiusura di questo capitolo, si deve ancora considerare che, per quanto faccia certamente la parte della padrona, accanto alla funzione più strettamente fidelizzante, la condizione sospensiva che faccia acquistare un voto pieno o maggiorato può essere usata anche più latamente a conferire un premio non solo all'azionista leale, ma anche a quello che apporti altri tipi di vantaggi alla società.

Così, esemplificativamente, si può pensare di attribuire il voto in misura piena o più che proporzionale al soggetto che conferisca *asset* considerati strategici per la società, magari entro un determinato arco temporale<sup>184</sup>, o che apporti altre risorse in società a titolo non di conferimento ma di finanziamento<sup>185</sup>.

Infine, guardando in particolare agli interessi delle *high-tech corp* o, in generale, delle società c.d. innovative, pare significativa l'ipotesi di attribuzione del diritto di voto ad azioni originariamente senza voto, al verificarsi dell'evento della sottoscrizione di un nuovo aumento di capitale: parrebbe, infatti, questa una modalità per premiare il socio che, inizialmente valorizzato unicamente nella sua funzione di finanziatore e, quindi, escluso dal voto (anche per consentire di mantenere più saldamente il controllo in mano ai soggetti fondatori), abbia dimostrato di continuare a credere nel progetto imprenditoriale, guadagnandosi così un diritto di *voice* all'interno dell'assemblea.

## **2.2. Voto condizionato a mutamenti negli assetti proprietari.**

Come si è già avuto modo di considerare nel paragrafo precedente, il secondo campo in cui l'apposizione di una condizione al diritto di voto può venire in gioco è

---

ma anche inferiore ai 24 mesi. In questo senso cfr. E. BARCELLONA, *Sub artt. 2351 c. 4 e 127-sexies TUF*, cit., 587; N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, in *Giust. civ.*, 2014; M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio*, cit., 276; M. LIBERTINI, *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, con N. ABRIANI, C. ANGELICI, V. CALANDRA BUONAURA, N. CIOCCA, R. COSTI, F. DENOZZA, G. GUIZZI, M. LIBERTINI, P. MONTALENTI, G. SCOGNAMIGLIO, F. VELLA, in *Giur. comm.*, 2015, I, 246.

<sup>184</sup> A. ANGELILLIS, M.L. VITALI, *Sub art. 2351 c.c.*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 446 ss.

<sup>185</sup> F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova spa*, Milano, 2004, 95.

quello *lato sensu* ricollegabile ad un qualsiasi tipo di mutamento negli assetti proprietari.

Non manca, infatti, dottrina che sottolinei come detto strumento, diversamente articolato (che sia una condizione sospensiva che, al realizzarsi dell'evento, comporti una conversione di azioni senza voto in azioni ordinarie<sup>186</sup> o l'attribuzione a queste di un voto multiplo o, al contrario, una condizione risolutiva che importi la perdita di detta "moltiplicazione"), possa rispondere ad esigenze ed interessi meritevoli di tutela nel mercato del controllo societario sia "a valle" e, quindi, all'esito del trasferimento di una partecipazione di controllo o, comunque, di un cambio negli equilibri di potere derivante dal raggiungimento di una determinata soglia di capitale da parte dello stesso soggetto<sup>187</sup>, ma anche "a monte", come tecnica di difesa preventiva contro potenziali scalate ostili<sup>188</sup>.

Pur essendo apparentemente strumenti perlopiù demandati all'apprezzamento dell'autonomia statutaria, pare vantaggioso prendere le mosse dall'analisi di alcune

---

<sup>186</sup> Alla conversione automatica al verificarsi di determinati eventi fa riferimento, tra gli altri, A. ABU AWWAD, *Abuso delle categorie di azioni e patti parasociali*, in *Riv. soc.*, 2016, 1078. Per una trattazione più approfondita del tema e, soprattutto, del rapporto tra realizzazione della condizione e conversione si rimanda al cap. III, par. 3.

<sup>187</sup> Dalla casistica relativa alla pratica statunitense, che pare fare largo uso delle c.d. *poison pills*, si possono ricavare diversi esempi di attuazione dello strumento. Ad esempio, nel caso *Facet Enterprises, Inc. v. The Prospect Group, Inc.*, *Civ. Action NO. 9746 (Del. Ch. April 11, 1986)* la corte riteneva lecita la previsione statutaria secondo cui il possessore di una *poison pill* riceve un'azione ordinaria pari al doppio del prezzo di esercizio del diritto nel caso in cui qualsiasi soggetto estraneo alla società arrivi ad avere il 20% o più del potere di voto nella società: ciò si giustifica alla luce dell'evidenza per cui, se propriamente usate, le *poison pills* possono costituire uno strumento utile per il consiglio di amministrazione per produrre un'offerta superiore all'offerta pubblica; in *Asarco v. Court*, *611 F. Supp. 468 (D.N.J. 1985)* la corte, invece, invalidava una "*poison preferred stock*" che riconosce 5 voti per azione in ogni caso in cui un socio acquisti più del 20% delle azioni ordinarie - salvo le medesime azioni possedute dal 20%, che non avrebbero acquistato alcun diritto di voto speciale, sulla base del fatto che una siffatta regolamentazione avrebbe creato disparità nei diritti di voto all'interno della stessa classe di azioni che il consiglio di amministrazione non sarebbe legittimato a creare.

<sup>188</sup> E. BARCELLONA, *Sub artt. 2351 c. 4 e 127-sexies TUF*, cit., 587 ss.; N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, in *Giust. civ.*, 2014, 8 ss.

esperienze che hanno costituito (o costituiscono ancora oggi) oggetto di una più strutturata trattazione da parte degli operatori o, addirittura, di regolamentazione primaria.

### **2.2.1. La condizione apposta al voto al mutare degli assetti proprietari: casi “tipici”.**

Il primo caso cui è opportuno accennare è quello delle c.d. “azioni sviluppo”<sup>189</sup>, fatte oggetto, nel 2007, di un documento congiunto di Assolombarda e Borsa Italiana S.p.A., con il dichiarato obiettivo di fornire al mercato uno strumento di reperimento di capitale che consenta, da un lato, di mantenere inalterato l’assetto del controllo a favore della maggioranza già esistente ma, dall’altro, di permettere che la società sia comunque contendibile qualora la sua gestione si rivelasse, con il tempo, poco efficace o addirittura fallimentare. In ragione di questi obiettivi, i titoli azionari così concepiti dovrebbero essere dotati delle seguenti caratteristiche: anzitutto, gli andrà attribuito un privilegio patrimoniale all’atto della distribuzione degli utili (nei termini di una maggior remunerazione rispetto al dividendo attribuito alle azioni ordinarie) ed, eventualmente, anche nel momento della liquidazione della società; accanto ad esso, andranno riconosciuti anche particolari diritti amministrativi, nella forma di diritti di voto limitati quantomeno alle assemblee chiamate ad autorizzare l’adozione di misure difensive in caso di offerta pubblica d’acquisto ai sensi dell’art. 104 TUF (il che permette di ricomprenderle, tra l’altro, nel perimetro dei destinatari dell’opa obbligatoria di cui al successivo art. 106 TUF), se non anche a quelle chiamate a deliberare sulla promozione di azioni responsabilità nei confronti dei componenti degli organi sociali di amministrazione e controllo; infine, da un diritto di conversione automatica in azioni ordinarie al realizzarsi di condizioni predeterminate e relative ai casi in cui il soggetto controllante perda, per qualunque ragione, la propria posizione di controllo o non realizzi i risultati economici auspicabili ed attesi in ragione del suo progetto manageriale. Questo secondo profilo

---

<sup>189</sup> Sul tema si vedano M. PALMIERI, *Le azioni sviluppo*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 325 ss.; F. BRUNO, A. ROZZI, *Dall’azione di risparmio all’azione di sviluppo: il primo strumento finanziario ibrido «qualificato»*, in *Soc.*, 2008, 832 ss.; A. CHIEFFI, F. BRUNO, *L’Azione Sviluppo e la Consob: riflessioni in memoria della passivity rule*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 788 ss.

relativo alla diversa attribuzione dei diritti amministrativi si pone, tra l'altro, anche come soluzione alternativa ad uno dei maggiori problemi che nella pratica ha comportato lo scarso successo di un altro istituto, già introdotto molto prima della riforma societaria del 2003 (ma con il medesimo espresso scopo di favorire il reperimento di nuove risorse in termini di capitale di rischio, mantenendo inalterati gli equilibri di potere interni alla società), ovvero quello delle azioni di risparmio, oggi regolate dagli artt. 145 e ss. TUF: la strutturale e stabile carenza del diritto di voto e, dunque, di qualsivoglia possibilità di incidere sulle decisioni amministrative, comprese quelle relative all'area delle offerte pubbliche di acquisto, ha reso, infatti, lo strumento poco appetibile, se non nei casi in cui il capitale sociale fosse detenuto da una maggioranza talmente stabile da poter essere, in ogni caso, difficilmente alterata<sup>190</sup>; in tutti gli altri casi, pur giovandosi di un dividendo privilegiato, tale categoria di azioni finisce per essere esclusa da tutti i benefici derivanti da un eventuale mutamento al vertice del controllo societario, divenendo, così, scarsamente allettante per gli investitori diversi dai piccoli risparmiatori<sup>191</sup>.

Ancora una volta, quindi, l'alternativa alla "cristallizzazione" derivante dall'emissione di titoli dotati di diritti, pur diversi tra loro, ma stabili ed immutabili,

---

<sup>190</sup> Rimane il fatto che, anche in questi casi, le azioni di risparmio rimarrebbero comunque meno desiderabili di quelle dotate del voto, in quanto solo queste ultime sarebbero incluse tra i destinatari di una eventuale opzione obbligatoria (l'art. 101-bis TUF, che contiene le definizioni valide per l'intero capo dedicato alle offerte pubbliche di acquisto o di scambio, prevede, infatti, che «per "titoli" si intendono gli strumenti finanziari **che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria o straordinaria.**»). Cfr. F.M. MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*, in *Trattato di diritto commerciale*, fondato da V. Buonocore e diretto da R. Costi, Torino, 2014, 148 ss., che considera tale scelta coerente alla luce del fatto che, essendo le azioni senza voto non rilevanti ai fini del controllo, non avrebbe senso distribuire ai loro titolari un "premio del controllo" o proteggerli contro la perdita di contendibilità della società bersaglio. Ciò non toglie, comunque, che un mutamento del controllo potrebbe comportare risultati pregiudizievoli per la società tutta, e quindi anche per i titolari di azioni di risparmio: l'unico modo per rendere questi titoli appetibili sarebbe, dunque, quella di attribuirgli un privilegio sugli utili talmente ingente da invogliare comunque gli investitori alla sottoscrizione.

<sup>191</sup> Sul tema cfr. M. GATTI, *Appunti sulla nozione di partecipazione rilevante per i presupposti e per l'oggetto dell'opera successiva alla luce della riforma del t.u.f.*, in *Dir. banca e mercato fin.*, 2005, II, 175.

pare poter essere risolta per il tramite del duttile strumento della condizione apposta al diritto di voto<sup>192</sup>: vero è che, nel caso delle “azioni sviluppo”, la clausola non si limita a stabilire una attribuzione del diritto di voto pieno al verificarsi dell’evento, ma immagina direttamente anche una conversione automatica al momento della sua realizzazione; vero è anche, però, che la conversione non appare discostarsi molto, in termini di risultato concreto, dalla condizione apposta al solo diritto di voto in tutti quei casi in cui quest’ultima costituisca l’unico diritto differenziale della categoria di azioni e l’evento in essa incorporato sia suscettibile di realizzarsi una volta per tutte<sup>193</sup>. Ecco, dunque, che la condizione potrà, in questo caso, essere disciplinata statutariamente in modo da realizzarsi automaticamente (ovvero, senza alcuna necessità di ulteriore attività da parte di un organo sociale o di altri soggetti interessati) nel caso in cui la funzione gestoria non sia svolta in maniera efficace e comporti, dunque, *performance* sotto le attese, facendo sì che gli azionisti normalmente senza voto possano contribuire alla sostituzione del *management* in occasione di un cambio di controllo, ed anche alla promozione di un’eventuale azione risarcitoria nei confronti del precedente *board*, rimanendo poi (stabilmente)

---

<sup>192</sup> Anche in questo caso, peraltro, la soluzione appare ispirata a strumenti che l’indagine comparata permette di identificare nella dottrina giuridica d’oltreoceano: si fa riferimento alle *preferred convertible stocks* statunitensi, che vedono appunto la possibilità che i soci di *venture capital* (ossia quelli che forniscono capitale finanziario in attività normalmente ad alto rischio), alla mancata realizzazione dell’atteso elevato rendimento dell’investimento, acquisiscano diritti amministrativi di nella società. Sul tema si vedano per tutti: S.N. KAPLAN, P. STROMBERG, *Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*, in *Review of Economic Studies*, 2003, vol. 70, 281 ss.; W. W. BRATTON, *Venture Capital on the Downside: Preferred Stock and Corporate Control*, in *Michigan Law Review*, vol. 100, 2002, 902 ss. Cfr. anche M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001, 35 ss.

<sup>193</sup> Del tema si tratterà più diffusamente nel capitolo successivo, dedicato appunto alle ricadute disciplinari (vd. par. 3, cap. III); si sottolinea, però, fin d’ora che il problema della qualificazione automatica in termini di conversione degli effetti che conseguono al realizzarsi dell’evento dedotto in condizione non è di poco conto in quanto, a tacer d’altro, ciò incide sia sui diritti spettanti agli azionisti sottoscrittori del titolo (ai quali non sarà più dovuta la tutela derivante dall’assemblea speciale di cui all’art. 2376 c.c.), ma anche sulla struttura proprietaria tutta della società, specie, per quanto qui ci occupa, in relazione al rispetto del limite della metà del capitale sociale per le azioni a voto depotenziato.

dotati di un voto pieno. Sarebbe, invero, anche possibile concepire la condizione come intermittente, ossia passibile di verificarsi o meno più volte anche in un arco temporale ristretto con la conseguenza, dunque, che la rinascita del voto non si avrà una volta per tutte, ma per un periodo di tempo potenzialmente limitato, o solo in occasione di specifiche assemblee: di questa opzione pare, tuttavia, opportuno trattare oltre, in quanto si dimostrerà più adatta a regolare circostanze parzialmente diverse, come ad esempio il caso in cui il voto subordinato sia inserito in statuto con funzione di misura difensiva nel caso del lancio di un'opa<sup>194</sup>.

Il secondo riferimento per l'utilizzo della condizione in funzione più propriamente anti-scalata è doverosamente da farsi all'art. 104, c. 1-bis TUF, nella formulazione in vigore tra il 2004 e il 2009, che prevedeva che «*le società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri Paesi dell'Unione Europea pot[essero] emettere azioni con diritto di voto subordinato all'effettuazione di un'offerta solo se, per il verificarsi della condizione, sia necessaria un'autorizzazione assembleare ai sensi del comma precedente.*»<sup>195</sup>.

Il richiamo alla vecchia formulazione della norma che disciplina nel nostro ordinamento la c.d. *passivity rule*<sup>196</sup> e l'adozione di eventuali misure difensive appare

---

<sup>194</sup> Vd. oltre, spec. p. 120 ss.

<sup>195</sup> Sul tema cfr. per tutti M. GATTI, *Le azioni con voto subordinato all'effettuazione di un'opa e l'«autorizzazione di conferma»*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 511 ss.

<sup>196</sup> Con l'espressione *passivity rule* (o *board neutrality rule*) si fa riferimento alla norma che impone agli amministratori di astenersi da qualsiasi azione che potrebbe contrastare con gli obiettivi dell'offerta al fine, in ultima analisi, di frustrarne il successo, demandando agli azionisti la decisione sull'opportunità di adottare eventuali misure difensive: tale regola trova il suo fondamento nella considerazione per cui i membri del consiglio di amministrazione si troverebbero in una strutturale posizione di conflitto di interessi, posto che un cambio nella compagine di controllo comporterebbe, con ogni probabilità, anche la sostituzione del management. Sul punto di vedano G. FERRARINI, *Le difese contro le O.P.A. ostili. Analisi economica e comparazione*, in *Riv. soc.*, 2000, 740 ss.; F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, in *94 Harvard Law Review*, 1981, 1161 ss.

In generale sul tema dell'opa e delle misure difensive si vedano, senza pretesa di completezza, C. MOSCA, *Sub art. 104*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n.58. Commentario*, a cura di P. Marchetti e L. Bianchi, Milano,

funzionale poiché solo in detta versione la norma menzionava esplicitamente la fattispecie del voto subordinato al verificarsi di una condizione, ma solo in ragione del fatto che di essa intendeva dare una disciplina precisa: pur non comparando oggi più alcun riferimento all'istituto nel comma 1-bis dell'art. 104 TUF, resta il fatto che la sua utilità in funzione di difesa contro scalate ostili rimane attuale; occorrerà, invece, domandarsi se la sua regolamentazione rimanga o meno invariata.

Non è difficile, allora, in primo luogo comprendere il motivo per cui l'apposizione di una condizione sospensiva che comporti l'attribuzione del voto ad azioni che fino al momento dell'offerta ne erano prive possa fungere da efficace misura di contrasto alla riuscita di una scalata posta in essere da un soggetto sgradito alla società: in caso di aumento delle azioni dotate del diritto di voto, evidentemente, l'offerente verrebbe ad essere fortemente diluito e, di conseguenza, costretto o ad abbandonare il progetto acquisitivo o, quantomeno, a perseguirlo a diverse e più onerose condizioni. Punto focale, che rischiava, vigente quella versione della norma, parimenti di essere anche punto "critico" dell'impianto regolamentare dello strumento, è la necessità, al fine dell'effettivo perfezionamento e attribuzione del voto pieno, della c.d. "autorizzazione di conferma" da parte dell'assemblea dei soci: la legge richiedeva, infatti, che, perché l'attribuzione del voto (in teoria già perfezionatosi quale diritto in capo ai titolari di azioni subordinate all'effettuazione di un'offerta al momento del verificarsi dell'evento dedotto in condizione, e cioè, appunto, il lancio dell'offerta stessa) fosse effettiva, fosse necessario l'intervento di una delibera dell'assemblea che, valutata l'opportunità di ostacolare l'offerta, autorizzasse l'aumento dei diritti di voto in rapporto al capitale presente.

Il fatto che la necessità di detta autorizzazione fosse esplicitamente menzionata, con riferimento al voto subordinato, solo nella formulazione dell'art. 104, c. 1-bis, TUF di cui si è riferito poco sopra, induce a chiedersi se, pacifica la sua obbligatorietà

---

1999, 259 ss.; G. FERRARINI, *Le difese contro le O.P.A. ostili. Analisi economica e comparazione*, in *Riv. soc.*, 2000, 737 ss.; E. DESANA, *OPA e tecniche di difesa. Dalle misure difensive «successive» a quelle «preventive»*, Milano, 2003; F. MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*, cit.; P. DAVIES, K. HOPT, W. RINGE, *Control Transactions*, in *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford, 2017, 178 ss.

ai sensi della legislazione previgente<sup>197</sup>, il fatto che la norma abbia espunto, oggi, qualsiasi riferimento alla casistica, debba significare che l'autorizzazione di conferma non sia più necessaria in quel caso o rimanga, invece, obbligatoria alla luce della reintroduzione della *no frustration rule*<sup>198</sup>.

Come è noto, infatti, la legislazione in tema di offerte pubbliche di acquisto ha subito numerose modifiche, sia nella formulazione letterale che, parzialmente, nell'*intentio legis*: se agli albori della disciplina le norme erano nettamente più stringenti ed animate da un chiaro sfavore nei confronti delle misure difensive, a favore della salvaguardia del valore, considerato quasi supremo, della contendibilità del controllo<sup>199</sup>, l'entrata in vigore della Direttiva europea n. 2004/25/CE ha in qualche modo mitigato il quadro, se non altro per il fatto che ha demandato qualsiasi scelta relativa al grado di coerenza e severità della legislazione in capo ai singoli stati membri<sup>200</sup>; così, il legislatore italiano, se in sede di prima implementazione della

---

<sup>197</sup> C. MOSCA, Sub art. 104, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n.58. Commentario*, a cura di P. Marchetti e L. Bianchi, Milano, 1999, 259 ss.; E. DESANA, *Opa e tecniche difensive*, Milano, 2003.

<sup>198</sup> Con l'espressione ci si riferisce alla regola tesa a colpire tutti gli atti o le decisioni che possano rendere più difficile per l'offerente l'ottenimento del quantitativo di strumenti desiderato, sottraendo agli azionisti la possibilità di decidere sull'offerta.

<sup>199</sup> Tale sfavore animava, a livello nazionale, non solo la primissima regolamentazione inclusa nella L. 18 febbraio 1992, n. 149, ma anche l'originale stesura del TUF (D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58); a livello comunitario, all'alba dell'adozione della Direttiva n. 2004/25/CE in materia di offerte pubbliche di acquisto, anche il c.d. Rapporto Winter (*Report of the High Level Group of Experts on Issues Related to Takeover Bids*, Bruxelles, 10 gennaio 2002, in *Riv. soc.*, 2002, 314 ss.) pareva essere della stessa opinione. Sul punto cfr. P. SFAMENI, *La disciplina europea delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 2002, 285 ss. Sul tema cfr. anche P. O. MÜLBERT, *Make it or Break it: The Break-Through Rule as a Break-Through for the European Takeover Directive?*, ECGI - Law Working Paper No. 13/2003.

<sup>200</sup> Essa, infatti, lascia gli Stati membri liberi di adottare la *passivity rule* con un meccanismo di *legislative opt-in* (mentre contrario *opt-out* è previsto per la collegata *breakthrough rule*). In merito cfr. A. ANGELILLIS, C. MOSCA, *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto e sulla posizione espressa nel documento della Commissione Europea*, in *Riv. soc.*, 2007, 1007 ss. i quali, tra le altre cose, sottolineano che, tra gli scopi della Direttiva, figura senz'altro quello sviluppo del mercato del controllo societario, anche in ottica transfrontaliera, all'interno dell'Europa. Diversi sono gli interpreti che sottolineano come le scelte di compromesso infine compiute in sede comunitaria finiscano per frustrare

legislazione comunitaria ad opera del D.lgs. 19 novembre 2007, n. 229 introduceva la *passivity rule*, senza possibilità di deroga statutaria, con le modifiche introdotte a stretto giro dal D.l. 29 novembre 2008, n. 185 (c.d. Decreto Anticrisi, convertito con L. 28 gennaio 2009, n. 2) ha, invece, adottato la prospettiva opposta, aprendo alle difese difensive poste in essere dagli amministratori (salva diversa opzione statutaria), per poi tornare, con il d.lgs. 25 settembre 2009, n. 146 alla *passivity rule* come regola di *default*, ma derogabile con *opt-out* dalle singole società<sup>201</sup>. Questo *iter* conduce sino alla formulazione attuale della regola<sup>202</sup>, in base alla quale, salvo (appunto) espressa

---

quell'obiettivo di unificazione ed armonizzazione della legislazione nel mercato europeo: per la nostra dottrina, si vedano, *ex multis*, le considerazioni di F. ANNUNZIATA, appena successive all'implementazione della Direttiva, in *La disciplina del mercato mobiliare*, IV ed., Torino, 2008, 365 ss.

Sul tema generale dell'armonizzazione della normativa europea in materia di offerte pubbliche si vedano, R. J. GILSON, *The Political Ecology of Takeovers: Thoughts On Harmonizing the European Corporate Governance Environment*, in *Fordham Law Review*, 1992, 181 ss.; 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, 1448 ss.

<sup>201</sup> Per una ricostruzione diacronica della legislazione italiana cfr. P. DE GIOIA-CARABELLESE, Sub. art. 104 TUF, in *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, a cura di G. Fauceglia, Torino, 2010, 64 ss.

<sup>202</sup> Oggi l'art. 104 prevede che «1. **[salvo autorizzazione dell'assemblea ordinaria o di quella straordinaria per le delibere di competenza, le società italiane quotate i cui titoli sono oggetto dell'offerta si astengono dal compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta. L'obbligo di astensione si applica dalla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1, e fino alla chiusura dell'offerta ovvero fino a quando l'offerta stessa non decada. La mera ricerca di altre offerte non costituisce atto od operazione in contrasto con gli obiettivi dell'offerta. Resta ferma la responsabilità degli amministratori, dei componenti del consiglio di gestione e di sorveglianza e dei direttori generali per gli atti e le operazioni compiuti.;** 1-bis. **L'autorizzazione assembleare prevista dal comma 1 è richiesta anche per l'attuazione di ogni decisione presa prima dell'inizio del periodo indicato nel comma 1, che non sia ancora stata attuata in tutto o in parte, che non rientri nel corso normale delle attività della società e la cui attuazione possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta.;** 1-ter. **Gli statuti possono derogare, in tutto o in parte, alle disposizioni dei commi 1 e 1-bis. Le società comunicano le deroghe approvate ai sensi del presente comma alla Consob e alle autorità di vigilanza in materia di offerte pubbliche di acquisto degli Stati membri in cui i loro titoli sono ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o in cui è stata chiesta tale ammissione. Fermo quanto disposto dall'articolo 114, tali deroghe sono altresì tempestivamente comunicate al pubblico secondo le modalità previste dalla medesima disposizione.;** 2. **L'avviso di convocazione relativo alle assemblee di cui al presente articolo è**

deroga statutaria, l'autorizzazione assembleare è ancora richiesta non certo per tutte le azioni che abbiano solo "indiretto" effetto difensivo (ossia, in altre parole, quelle che rientrano nel corso di normali attività effettuate da una società in pendenza di opa, che abbiano come mera conseguenza l'effetto difensivo stesso), ma quantomeno per tutti quegli atti, anche già deliberati prima del lancio dell'offerta, che, viceversa, non rientrino nel corso normale della vita della società e che abbiano come "dichiarato" obiettivo il contrasto dell'offerta<sup>203</sup>.

La ragione comunemente addotta a giustificazione della necessità di questa "doppia delibera" (di adozione della misura difensiva prima, e di autorizzazione assembleare di conferma per renderla efficace poi) risiede nella - quantomeno discutibile - convinzione secondo cui gli azionisti sarebbero in grado di valutare in maniera opportuna la convenienza di una offerta e, quindi, dell'eventuale opportunità di dotarsi di difese di contrasto, solo se messi in possesso di un quadro informativo più completo, reso disponibile solo con la diffusione del documento di offerta, ad offerta già lanciata: di qui l'esigenza di ricevere un'autorizzazione in

---

*pubblicato con le modalità di cui all'articolo 125-bis entro il quindicesimo giorno precedente la data fissata per l'assemblea.».*

<sup>203</sup> Sull'effettiva idoneità della *passivity rule* a garantire ciò che intende salvaguardare, ossia il valore ultimo della contendibilità del controllo, vi sono diversi studi che mettono in discussione l'assunto, tutt'altro che dimostrato, che l'opa porti per definizione ed in ogni caso, ad un positivo ricambio dell'assetto proprietario idoneo a dare nuova vitalità all'impresa: in tal senso cfr. ad esempio F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard, 1991; M.C. JENSEN, *Takeovers: Their Causes and Consequences*, in *The Journal of Economic Perspectives*, 1988, 21 ss. Vi è, invece, chi sottolinea che la negazione di qualsiasi potere degli amministratori nell'attuazione di misure difensive a favore dell'emittente e l'indiscusso vantaggio che deriva agli azionisti all'esito di ogni *takeover* sia frutto di una convinzione aprioristica non supportata ed, anzi smentita dall'evidenza empirica: in tale senso, cfr. S. DEAKIN, G. SLINGER, *Hostile Takeovers, Corporate Law, and the Theory of the Firm*, in 24 *Journal of Law and Society*, 1997, 124 ss.; M. LIPTON, P.K. ROWE, *Pills, Polls, and Professors: A Reply to Professor Gilson*, in 27 *The Delaware Journal of Corporate Law*, 2002, 1 ss.; R. MORCK, A. SHLEIFER, R.W. VISHNY, *Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?*, in 45 *The Journal of Finance*, 1990, 31 ss.; M. GATTI, *Scelte opzionali e reciprocità nella direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2005, II, 423 ss.

questo momento, anche nel caso in cui strumenti difensivi fossero già implementati nella regolamentazione statutaria. Se ciò appare astrattamente vero, nella pratica non è affatto detto che, anche ad offerta lanciata ed in possesso di tutte le informazioni necessarie, gli azionisti siano in grado di (o abbiano interesse a) valutarne l'effettiva convenienza<sup>204</sup>.

La *ratio* della previsione di una autorizzazione di conferma potrebbe allora rinvenirsi nella circostanza per cui l'inserimento di una difesa preventiva come quella delle azioni a voto subordinato, operazione chiaramente disponibile ad opera della maggioranza, si inquadra nell'ambito delle situazioni in cui, in ragione della possibilità di estrazione di benefici privati del controllo, si potrebbe verificare un danno a scapito della minoranza, con speculare opportunistico guadagno per la sola maggioranza<sup>205</sup>. Anche a tale considerazione si può opporre la replica per cui è senz'altro vero che l'istituto di cui si discorre potrebbe costituire l'ennesima occasione di cui la maggioranza potrebbe fruire per perpetuare la propria posizione di potere, agendo nel proprio personale interesse, piuttosto che in un'ottica di tutela del valore del patrimonio aziendale: tale problema non è, però, rimosso dall'autorizzazione di conferma, considerato il fatto che si tratta di delibera parimenti adottata dalla maggioranza e non pare che la sola pendenza di un'opa dia a quest'ultima incentivi diversi che la potrebbero, in detta particolare circostanza, spingere a votare tenendo conto dell'interesse sociale generale ma, anzi, potrebbe esacerbare i motivi che la conducono a votare in maniera "sleale" ed opportunistica. E tale rischio di "*insincere voting*", peraltro, al netto dei vantaggi economici sottesi ad ogni singola operazione, è rischio che permea potenzialmente ogni decisione adottata a maggioranza.

Alla luce di tali considerazioni, sembrerebbe opportuno e vantaggioso propendere, allora, per la soluzione sposata dalla dottrina, secondo cui nella mancata

---

<sup>204</sup> Vd. A. FERRELL, *Why Continental European Takeover Law Matters*, in *Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 454*, 2003, 14 ss.

<sup>205</sup> Cfr. le considerazioni di L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Bologna, 2003, 32 ss.

riproduzione della regola relativa alle azioni con voto subordinato all'effettuazione di una offerta (a fronte del ripristino, di segno opposto, dell'obbligatorietà della *no frustration rule*) si riflette una precisa scelta del legislatore, volta a rendere tale misura difensiva disponibile per la società senza necessità dell'autorizzazione di conferma da parte dell'assemblea<sup>206</sup>. Vale, però, la pena di segnalare che, se si tengono in conto le considerazioni parzialmente diverse di taluni autori<sup>207</sup>, si dovrà concludere che, pur non necessaria *ex lege*, gli operatori sono comunque liberi di reintrodurre l'obbligo dell'autorizzazione assembleare di conferma nel caso in cui la *poison pill* rappresentata dalle azioni con voto subordinato all'effettuazione dell'opera sia prevista in statuto, così da evitare che detto strumento difensivo possa di fatto imporsi come barriera tecnica preventiva che impedisce, a priori e in assenza di qualsivoglia valutazione, un cambio di controllo<sup>208</sup>.

Un breve inciso merita, allora, l'individuazione dell'assemblea competente alla delibera nel caso di azioni a voto condizionato alla presentazione di un'offerta. Non pare possano esservi dubbi sul fatto che, in questo caso, sia sufficiente una delibera dell'assemblea ordinaria: le azioni con voto subordinato, infatti, sono già presenti nello statuto della società, essendo, dunque, fattispecie già perfetta e che non richiede alcuna ulteriore modifica statutaria che rientrerebbe nelle competenze dell'assemblea straordinaria; pertanto, al realizzarsi dell'evento futuro ed incerto del lancio di un'opera, una semplice delibera dell'assemblea ordinaria sarà sufficiente ad autorizzare la rimozione dell'ostacolo al perfezionarsi del diritto di voto in capo ai titolari di dette azioni<sup>209</sup>.

In chiusura, non resta allora che indagare quali siano gli eventuali pro e contro collegati all'opzione statutaria per la regolamentazione della clausola di

---

<sup>206</sup> In tal senso cfr. F. MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*, cit., 108.

<sup>207</sup> Cfr. E. DESANA, *OPA e tecniche di difesa*, cit., 326 ss.; M. GATTI, *Le azioni con voto subordinato*, cit., 529 ss.

<sup>208</sup> G. FERRARINI, *Le difese contro le O.P.A. ostili. Analisi economica e comparazione*, in *Riv. soc.*, 2000, 737 ss.; cfr. anche L.A. BEBCHUK, *Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2003, 713 ss.

<sup>209</sup> In tal senso cfr. M. GATTI, *Le azioni con voto subordinato*, cit., 515 ss.

condizionamento del voto al lancio di un'opa, che volontariamente includa la necessità della delibera assembleare autorizzativa per l'effettiva attribuzione del voto, ed, in particolare, quali siano le conseguenze sull'efficacia dello strumento come misura difensiva in occasione di una scalata ostile.

Non si può non porre mente, anzitutto, al fatto che demandare alla decisione dell'assemblea, pur ordinaria, la scelta relativa all'effettiva attribuzione del voto ai titoli "condizionati" significa, nei fatti, lasciarla nelle mani degli stessi soggetti che da tale delibera uscirebbero diluiti ed, in ultima istanza, penalizzati: così, appare oltremodo difficile pensare che un socio (o un blocco di soci) di controllo siano disposti ad estendere ad un gruppo diverso i benefici derivanti dalla spettanza di un diritto di voto pieno (fra l'altro subendo una potenziale diminuzione del valore della propria partecipazione), salvo che l'offerta in campo sia estremamente svantaggiosa<sup>210</sup>. Per ovviare al problema, ma lasciare sempre al giudizio degli azionisti la valutazione dell'offerta, si potrebbe forse immaginare di sottoporre questa speciale categoria di azioni ad una "doppia condizione": essendo queste finalizzate proprio al contrasto di un'offerta, si potrebbe prevedere una condizione risolutiva che, qualora esse risultassero, appunto, utili allo scopo, riuscendo nell'intento di impedire il successo della scalata, perderebbero il beneficio del voto a quello scopo acquisito. Questo costituirebbe senz'altro un incentivo a favore della maggioranza che vota l'autorizzazione di conferma ad adottare la misura, non vedendosi diluita nelle proprie prerogative qualora lo *status quo* venisse mantenuto e lo scalatore decidesse di desistere. Appare questa, tuttavia, una modalità che consente alla maggioranza di disporre di un diritto degli azionisti speciali potenzialmente al servizio di un suo esclusivo interesse: in realtà, come già detto, in ogni decisione che sia affidata ad un gruppo solo di soci e non sottoposta alla regola

---

<sup>210</sup> Si rileva, infatti, che, oltre all'evidente diluizione sotto il profilo amministrativo, anche il valore stesso delle azioni dotate del voto tende a diminuire quando detta prerogativa è estesa ad un numero maggiore di azioni, divenendo "più comune". Così si esprime M. BIGELLI, *Le azioni di risparmio. Un'analisi economica e gli effetti sulla governance dell'impresa*, Bologna, 2003, 237 con riferimento all'analogo (quantomeno per quel che ci occupa) caso della conversione di azioni di risparmio in ordinarie.

di unanimità c'è il rischio che la finalità dell'estrazione di benefici privati prevalga su quella di salvaguardia dell'interesse sociale generale; se, invece, la maggioranza votasse "fedelmente" per attuare la misura e contrastare una scalata sconveniente, anche la minoranza e gli stessi sottoscrittori dell'azione a voto subordinato ne trarrebbero giovamento. Si deve, infine, tener conto del fatto che un'opzione senz'altro possibile è che le azioni a voto subordinato siano detenute dagli stessi soci che, in ragione di altri titoli a voto pieno, costituiscono il blocco di maggioranza: in una situazione siffatta è, allora, evidente che la potenziale contrapposizione tra classi di cui si parlava poc'anzi si riduce ad una circostanza solo formale ad apparente, poiché i soggetti detentori delle diverse categorie di azioni risultano coincidere.

Chiaro, invece, è che in assenza di qualsivoglia autorizzazione di conferma, l'opzione di *default* prevista dal legislatore avvicina il nostro sistema a quella visione, tipica del diritto statunitense, per cui l'offerta di acquisto è trattata come una mera operazione di mercato non dissimile da numerose altre e, pertanto, i soggetti deputati a valutarla saranno in primo luogo gli amministratori, i quali, a differenza degli azionisti, si presumono essere in possesso di conoscenze tecniche più specifiche ed adeguate a valutare la convenienza dell'offerta stessa in relazione all'effettivo valore della società<sup>211</sup>; se la *poison pill* (espressione con cui, appunto, ci si riferisce alle tecniche difensive) si dimostra inadeguata o, peggio, frutto di una decisione opportunistica, il *management* potrà essere chiamato a rispondere degli eventuali danni generati agli azionisti e alla loro partecipazione secondo gli ordinari canali di responsabilità<sup>212</sup>. E, del resto, si tratta appunto di una situazione che non differirebbe

---

<sup>211</sup> Lungi dal potersi dilungare in questa sede su considerazioni relative alla disciplina *takeover* statunitense, ci si limita, per un approfondimento del tema, a rimandare ad A. TUCCI, *Gestione dell'impresa sociale e "supervisione" degli azionisti, L'esperienza italiana a confronto con la disciplina delle public companies nordamericane*, Milano, 2003.

<sup>212</sup> Negli Stati Uniti, il *leading case* in materia di responsabilità degli amministratori, sottoposti alla *business judgement rule*, per i casi di *takeover* e adozione di misure difensive è notoriamente quello giudicato dalla Corte Suprema del Delaware con la nota decisione *Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 496 (Del.1985), relativamente al quale si vedano, senza pretesa di completezza, R.J. GILSON, *Unocal Fifteen Years Later (and What We Can Do About It)*, in 26 *Delaware Journal of Corporate Law*, 2001, 491 ss. e M. LIPTON, P.K. ROWE,

in nulla, in termini di risultato, da tutti gli altri casi in cui, in seguito a una semplice operazione di mercato, ad un mutamento negli assetti proprietari (ad esempio, il raggiungimento da parte un socio di una data percentuale di capitale) corrisponda un acquisto del diritto di voto per titoli che ne erano privi: ai soci “condizionati”, infatti, non spetta il diritto di voto fintanto che (non riuscendo la scalata) gli equilibri interni alla compagine rimangono immutati, poiché si mantiene inalterato l’assetto proprietario sulla base del quale loro stessi avevano deciso di sottoscrivere un titolo con il diritto di voto condizionato; al variare degli equilibri proprietari, invece, quei soci acquistano il voto e con esso la possibilità di esprimere le proprie vedute nell’assemblea generale, dominata (post-scalata) da un socio di controllo diverso da quello su cui avevano “fatto affidamento”.

### **2.2.2. Il condizionamento del voto in funziona anti-scalata: casistica.**

Come si è avuto modo di considerare in apertura del paragrafo, la condizione sospensiva al cui realizzarsi “nasce” il diritto di voto non è l’unica ipotizzabile nel quadro delle misure anti-scalata.

Anzitutto, dunque, è di tutta evidenza come anche il voto maggiorato, comportando un aumento dei diritti di voto in rapporto alle azioni già in circolazione, possa essere utilizzato sia come effetto leva nelle acquisizioni<sup>213</sup>, ma anche come misura difensiva contro scalate ostili<sup>214</sup>: così, si potrebbe immaginare che, al momento dell’opa, tutti gli altri titoli con voto, eccetto quelli dell’offerente, acquistino un voto maggiorato.

Allo stesso scopo, infine, può essere (ed è tradizionalmente stato destinato) l’utilizzo di uno strumento *prima facie* opposto nel suo operare, ossia quello dei tetti di voto disciplinati dall’art. 2351, c. 3 c.c., che importano l’impossibilità per ogni socio

---

*Pills, Polls, and Professors*, cit., 1 ss. Parimenti, anche il sistema italiano già conosce un adeguato strumento di reazione per il caso in cui una *poison pill* messa in campo dagli amministratori si traducesse in un danno per gli investitori, ossia quello dell’azione di responsabilità esperibile dai singoli soci ai sensi dell’art. 2395 c.c.: in tal senso cfr. P. DE GIOIA-CARABELLESE, *Sub. art. 104 TUF*, cit., 69.

<sup>213</sup> R. KADDOUCH, *Le droit de vote attaché aux actions de preference*, in *Dr. sociétés*, 2005, 38 ss.

<sup>214</sup> M. GERMAIN, V. MAGNIER, *Les sociétés commerciales*, Issy-Les-Moulineaux, 2017, 375 ss.

che superi la quota-limite di capitale stabilita dallo statuto di esprimere il diritto di voto per l'eccedenza; ed è appena il caso di ricordare che tale istituto è oggi parimenti fruibile sia per le società chiuse che per quelle quotate, per le quali il divieto di adozione è caduto con il già menzionato Decreto Competitività del 2014 (D.L. 91/2014, convertito in L. 116/2014)<sup>215</sup>. Nonostante questo strumento funzioni, all'opposto di quelli sinora passati in rassegna, quale condizione risolutiva, non è, tuttavia, difficile comprendere come un limite percentuale al diritto di voto, applicabile in maniera indifferenziata a tutto il capitale sociale, non sia tanto e solo uno strumento volto ad introdurre un principio di democrazia azionaria parzialmente derogatorio dell'ordinario principio plutocratico, ma anche e soprattutto utile a raggiungere scopi quali il contrasto di acquisizioni ostili al gruppo di amministratori in carica o di scalate messe in atto da soggetti provenienti dall'estero (qualora si ritenga opportuno che la società, in ragione della sua attività ed interessi, mantenga una dimensione nazionale) o, ancora, del dominio di un socio o un gruppo di soci che influenzi negativamente la collettività<sup>216</sup>: in questi casi, infatti, il divieto di esprimere voti in assemblea ordinaria oltre un tetto, che è normalmente posto ben al di sotto del 50% necessario per controllare la società, rende nei fatti inutile qualsiasi tentativo di scalata per un socio estraneo, salvo che questi trovi un "alleato" indipendente dal gruppo di comando, il quale normalmente, in situazioni siffatte, è costituito da un gruppo di soci allineati tra loro, che mantengono tutti le loro partecipazioni appena sotto soglia, ma che in quanto coalizzati dominano

---

<sup>215</sup> Per una generale panoramica sul tema si vedano ad esempio R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo, G.B. Portale, vol. 10\*\*, Torino, 1993, 606 ss.; M. STELLA RICHTER JR., C. SALOMAO FILHO, *Note in tema di offerte pubbliche d'acquisto, ruolo degli amministratori ed interesse sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 1993, I, 113 ss.; con specifico riguardo alle società privatizzate, L. CALVOSA, *La partecipazione eccedente e i limiti al diritto di voto*, Milano, 1999, 63 ss.; E. DESANA, *OPA e tecniche difensive*, cit., 233 ss.; ID., *Le azioni e il diritto di voto*, in *Il nuovo diritto societario*, a cura di S. Ambrosini, vol. I, Torino, 2005, 122 ss. Nella letteratura straniera, R. J. GILSON, *The Political Ecology of Takeovers*, cit., 181 ss.; A. COURET, *Le plafonnement du droit de vote dans les sociétés anonymes*, in *Droit e patrimoine*, 1993, 50 ss.

<sup>216</sup> In questo senso si veda G.A. RESCIO, *Tetti di voto*, cit., 230.

l'assemblea<sup>217</sup>.

Per quanto specificamente riguarda le società quotate (o quelle chiuse che decidano spontaneamente di introdurre una regolamentazione *ad hoc*), tutto questo discorso appare, ovviamente, dotato di fondamento fin tanto che, nel libero esercizio della propria autonomia statutaria, esse decidano di non adottare la c.d. *breakthrough rule*, disciplinata dall'art. 104-bis TUF; diversamente, gli ostacoli direttamente derivanti dal tetto di voto verrebbero ad essere nettamente mitigati, quando non esclusi, dal momento che la regola prevede che, qualora l'offerente venga a detenere almeno il 75% del capitale con diritto di voto nelle deliberazioni riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza, nella prima assemblea che segue la chiusura dell'offerta, convocata per modificare lo statuto o rinominare gli organi, le limitazioni al diritto di voto non avranno effetto (e così l'offerente, dotato delle maggioranze richieste anche per l'assemblea straordinaria, potrebbe provvedere a rimuoverle consolidando il proprio controllo<sup>218</sup>).

Tale ultima fattispecie costituisce utile spunto per svolgere una breve considerazione finale sul tema della eventuale (ma possibile) modificabilità a maggioranza della clausola che impone le limitazioni al voto e sulla loro connessa efficacia "difensiva": se si ammette, dunque, che la clausola che dette limitazioni prevede sia modificabile a maggioranza, è di tutta evidenza che, qualora l'offerente sia in grado di ottenere procure da tutti soci che, per qualsiasi motivo, desiderino liberarsi della propria partecipazione, potrà guadagnarsi i voti sufficienti

---

<sup>217</sup> Così L. STANGHELLINI, *I limiti statutarî alla circolazione delle azioni*, cit., 60 ss., riferendosi per vero a limiti imposti alla quota di capitale detenibile; pare tuttavia che le considerazioni sul punto siano precisamente sovrapponibili al più ristretto caso di limiti imposti direttamente sul diritto di *voice* (che sarebbe, poi, quello che in ultima istanza viene ad essere caducato quale sanzione al superamento dei limiti imposti al possesso azionario).

<sup>218</sup> P. BENAZZO, *Le OPA volontarie*, in *Il testo unico finanziario. Mercati ed emittenti*, a cura di M. Cera, G. Presti, Bologna, 2020, 1395. Più in generale, vd. anche A. ANGELILLIS, C. MOSCA, *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto e sulla posizione espressa nel documento della Commissione Europea*, in *Riv. soc.*, 2007, 1106 ss.; A. ANGELILLIS, M.L. VITALI, *Sub art. 2351 c.c.*, cit., 446 ss.

all'eliminazione del tetto statutario, sterilizzandone l'efficacia di ostacolo all'acquisizione del controllo.

Ciò non può che portare a concludere, anche in ragione di tutte le potenziali problematiche appena passate in rassegna, che, in fondo, «*tutte le clausole statutarie antiscalata hanno un tallone d'Achille.*»<sup>219</sup>.

### **2.3. Voto condizionato con funzione “compensativa”.**

La terza finalità che può permeare l'adozione di una struttura di voto condizionato è quella che pare propriamente potersi definire “compensativa”, poiché riguarda tutte quelle situazioni in cui, per via statutaria, la rinascita del voto possa essere prevista come mezzo di “risarcimento” per il socio titolare di un qualche tipo di aspettativa nei confronti della società, che finisca per non essere soddisfatta.

L'esempio più calzante di questo meccanismo è quello che subordina la rinascita del voto in capo ad azioni che ne sono state private in ragione della spettanza di altri diritti speciali di natura economica (normalmente identificati nell'attribuzione di un diritto all'utile più che proporzionale rispetto alla quota di capitale sottoscritta), qualora proprio detti privilegi non vengano, nella pratica, corrisposti dalla società. Se tale tipologia di condizione è immaginata anche dalla dottrina italiana<sup>220</sup>, per la ricerca di una più precisa regolamentazione della fattispecie, che potrebbe essere in via analogica adottata dagli statuti nostrani che volontariamente optassero per l'inserimento di una simile clausola, appare conveniente gettare uno sguardo oltre confine all'ordinamento tedesco, che tale strumento include direttamente nella norma di legge: il motivo di tale scelta è chiaro ed appare non solo coerente, ma anche necessario a garantire la piena effettività della regola (non più presente nel nostro diritto societario, salvo un'eccezione di cui si darà conto *infra*) secondo cui la privazione del voto in capo al titolo azionario deve essere necessariamente compensata dall'attribuzione allo stesso di privilegi di natura patrimoniale.

---

<sup>219</sup> L'espressione è di L. STANGHELLINI, *I limiti statutarî alla circolazione delle azioni*, cit., 60, spec. nt. 52 e 171 ss.

<sup>220</sup> Cfr. F. GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, Padova, 2003, 130.

Il punto di partenza per lo studio dell'istituto è, quindi, il § 12 dell'AktG che, nel dettare il precetto generale in materia di diritto di voto, identificato nel già ampiamente discusso principio *one share-one vote*, è molto più stringente rispetto alla legislazione italiana e prevede che esso possa essere derogato nel senso della creazione di azioni prive del diritto di voto solo se emesse in conformità alle successive norme del codice societario (ed, in particolare, quelle dettate ai § 139 ss.); per completezza, a ciò si deve aggiungere la possibilità di introdurre limitazioni di voto solo per le società non quotate ai sensi del § 134 ed, al contempo, la permanenza del divieto di emissione di azioni a voto plurimo. Il § 139, introducendo la disciplina delle *Vorzugsaktien ohne Stimmrecht*, dispone anzitutto che i titoli cui sia attribuito un privilegio nella distribuzione dei profitti possano (ma, ovviamente, non necessariamente debbano) essere privati del diritto di voto; specifica, poi, che il beneficio preferenziale ad essi spettante potrà consistere tanto in una corresponsione prioritaria del dividendo (con speculare postergazione della distribuzione a tutte le altre categorie che di tale *Vorzug* non godono), quanto in una sua maggiorazione, da calcolarsi in misura più che proporzionale rispetto alla partecipazione; similmente al nostro ordinamento, prevede infine che tali azioni possano essere emesse solo nel limite della metà del capitale sociale<sup>221</sup>. Il dettato normativo rende palese che privilegio sugli utili e l'esclusione del diritto di voto siano tra loro in un rapporto di interdipendenza condizionato (*konditionalen Zusammenhang*): conseguentemente, a tutela dell'effettività di detta "correlazione", la legge subordina la rinascita del diritto di voto al fatto che il privilegio non sia distribuito<sup>222</sup>. E così, è proprio il successivo § 140 a dettare specifiche regole in merito, stabilendo che, se il privilegio patrimoniale non è corrisposto nell'anno di competenza o nell'anno seguente, insieme a quello

---

<sup>221</sup> Senza voler riproporre per intero la trattazione del tema, ci si premura solo di far notare che, nel caso dell'ordinamento tedesco, che pure considera detto limite quantitativo imposto a salvaguardia di un grado insopprimibile di correlazione tra potere e rischio, la norma pare mantenere una coerenza sistematica più fondata della gemella italiana, considerate le minori e più stringenti deroghe consentite al principio *one share-one vote*.

<sup>222</sup> Per riferimenti dottrinali sul punto si veda per tutti M. ARNOLD, Sub § 139-141, in *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, vol. 3, a cura di W. Goette, M. Habersack, Monaco, 2018, 882 ss.

dovuto anche per quell'esercizio, allora agli azionisti tornerà a spettare un diritto di voto pieno, che verrà da essi mantenuto sino alla completa corresponsione di tutti gli arretrati (il che comporta - vale la pena puntualizzarlo - che, qualora la società non riuscisse ad assolvere all'obbligo di pagamento del privilegio in ragione di una situazione di crisi protratta, la spettanza del diritto di voto potrebbe essere stabile nel tempo, sino ad acquistare, in taluni casi, di fatto i caratteri della permanenza). Detto modello, che prevede, per esempio, che il mancato versamento del dividendo privilegiato entro l'esercizio di competenza non sia ancora sufficiente a far "rinascere" il voto, ma sia necessario un inadempimento protratto anche nell'anno successivo, costituisce naturalmente, solo una traccia per l'eventuale regolamentazione di cui gli operatori nazionali potrebbero dotarsi qualora decidessero di inserire per via volontaria una clausola siffatta.

Prima di chiudere questo breve *excursus* e tornare al caso italiano, vale la pena di riferire di una posizione dottrinale che appare, però, rilevante e foriera di spunti e contributi per l'inquadramento dell'istituto della condizione nel nostro ordinamento, che costituisce in fondo scopo ultimo di questo lavoro. Non si può fare, infatti, a meno di notare che, quando si discute dell'istituto, ci si riferisce al momento dell'attribuzione del voto pieno con l'espressione "*Aufleben des Stimmrechts*", ossia *rinascita* del voto; parlare di rinascita implica necessariamente pensare ad un diritto originariamente presente, poi soppresso, che può però, a determinare condizioni "risorgere": ed infatti la dottrina ritiene che, nel caso di questa speciale categoria di azioni, il diritto di voto degli azionisti privilegiati non sia da ritenersi completamente inesistente, ma che sia in qualche modo presente come un diritto di voto "rudimentale", che rinasce, appunto, qualora l'utile privilegiato non sia corrisposto<sup>223</sup>. Senza voler, allora, anticipare considerazioni che si svolgeranno più compiutamente nel capitolo dedicato alle ricadute disciplinari, pare fin d'ora opportuno notare come questa, piuttosto che quella che inquadra tutti gli effetti derivanti da un condizionamento del voto in ottica di conversione, sembra essere la

---

<sup>223</sup> In tal senso si veda K. HEIDER, Sub § 12, in *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, vol. 1, a cura di W. Goette, M. Habersack, Monaco, 2019, 328 ss.

ricostruzione più opportuna, specie per tutti i casi in cui l'evento dedotto in condizione non sia suscettibile di verificarsi immutabilmente una volta per tutte.

Pur potendo il diritto tedesco in questo caso fungere da paradigma, per la più precisa regolamentazione che disegna attorno all'istituto, vi è da dire che la rinascita del voto è meccanismo non certo sconosciuto anche negli altri ordinamenti che si è avuto sinora occasione di prendere in considerazione.

Così, nel diritto societario francese, l'istituto è previsto dall'art. L. 228-35.5 del *Code de Commerce* che, nel fornire compiuta disciplina della categoria speciale tipizzata dalla legge delle *actions à dividende prioritaire sans droit de vote*, dispone appunto che quando il beneficio non è pagato dalla società, i possessori di detti titoli acquistano il diritto di voto per la sola porzione delle azioni rispetto alle quali il dividendo non è corrisposto e lo perdono, poi, quando questo è pagato integralmente<sup>224</sup>. In realtà, a seguito dell'adozione dell'*Ordonnance* del 24 giugno 2004, n°2004-604, tale categoria viene sostanzialmente dismessa in favore dell'utilizzo della nuova figura delle *actions de préférence*, che traggono ispirazione dalle statunitensi *preferred shares* e consentono, in sostanza, la possibilità di attribuire ad ogni categoria di azioni i diritti più disparati, nel generale principio di atipicità<sup>225</sup>: nell'ampio raggio di opzioni alla luce di ciò consentite, allora, la dottrina ritiene che sia legittimo provvedere, tra le altre, alla creazione di una categoria di azioni "a voto sospeso" per tutto il periodo in cui il privilegio è regolarmente corrisposto, che rinasce, invece, in caso di *default* nel suo pagamento<sup>226</sup>.

---

<sup>224</sup> In dottrina, per l'equiparazione del meccanismo della rinascita del voto in mancanza della distribuzione degli utili dovuti, contenuto nella norma francese, ad una fattispecie di condizione cfr. M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi nella riforma delle società*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, Milano, 2003, 63.

<sup>225</sup> Cfr. J. MESTRE, D. VELARDOCCHIO, A. MESTRE-CHAMI, *Lamy sociétés commerciales*, cit., 2228 ss.

<sup>226</sup> Cfr. A. VIANDIER, *Les actions de préférence*, in *JCP E*, 2004, 1531 ss.; V. Debrut, *L'aménagement statutaire du droit de vote dans la société anonyme*, *Mémoire présenté pour l'obtention du Master II Recherche Droit Privé Fondamental Université de Poitiers*, in <http://ecrيرهlaregledujeu.fr/wp-content/uploads/2018/06/Debrut.-Am%C3%A9nagement-statutaire-droit-de-vote-SA.pdf>, 2006, 61.

Pure negli Stati Uniti, che paiono, dunque, aver rappresentato fonte di ispirazione per la riforma del *Code de Commerce* sul punto, lo schema del voto condizionato che può risorgere o raddoppiare alla mancata corresponsione del dividendo è prassi, per cui alla mancata distribuzione dei dividendi rinasce il voto, talvolta solo in relazione alla possibilità di nominare una parte dei componenti del consiglio di amministrazione<sup>227</sup>; rimane, anche in questo caso, sottointeso che, quando gli utili tornino ad essere corrisposti, alle azioni non spetterà più alcun diritto di voto<sup>228</sup>. Anche oltreoceano tale meccanismo, conosciuto come *voting shift* o, più, propriamente, come *contingent voting* non è previsto direttamente dalla norma di legge, ma è ad ogni modo comunemente adottato come prassi dagli operatori e, talvolta, anche richiesto quale condizione per l'emissione di azioni privilegiate senza diritto di voto da alcuni regolamenti di mercato (ad esempio, dal *New York Stock Exchange*)<sup>229</sup>.

Alla luce tutto ciò, risulta, dunque, ancora più sorprendente che lo schema della rinascita del voto alla mancata corresponsione del dividendo privilegiato sia, di fatto, sconosciuto al nostro ordinamento, quantomeno a livello legislativo; detta considerazione acquista ancor più fondamento se si tiene in conto del fatto che il Testo Unico della Finanza, ad uso delle società quotate che necessitino di mezzi di reperimento di capitale di rischio tra soggetti non interessati alla gestione, ma al mero investimento, agli artt. 145-147 "tipizza" la categoria speciale delle azioni di risparmio, prevenendo appunto, come incentivo per il socio interessato unicamente alla partecipazione nella sua dimensione patrimoniale, la necessaria attribuzione di

---

<sup>227</sup> AA.VV., Sub. Sect. 6.01, in *Model Business Corporation Act*, a cura di American Bar Association, Corporate Laws Committee, Chicago, 2016, 6-5; U. TOMBARI, Sub art. 2351 c.c., in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Milano, 2016, II, 558.

<sup>228</sup> Cfr., ad esempio, il caso *Gottschalk v. Avalon Realty Co.*, 249 Wis. 78, 23 N.W.2d 606 (1946).

<sup>229</sup> Cfr. F.J. FABOZZI, P. PETERSON DRAKE, R.S. POLIMENI, *The Complete CFO Handbook: From Accounting to Accountability*, Hoboken, 2007, 119; W.H.S. STEVENS, *Voting Rights of Capital Stock and Shareholders*, in 11 *The Journal of Business of the University of Chicago*, 1938, 311 ss.; *Forrest Hotel Corp. v. Fly*, 112 F. Supp. 782, 789 (S.D. Miss. 1953); A. ANGELILLIS, M. L. VITALI, Sub art. 2351 c.c., in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 380.

un privilegio sotto tale profilo a fronte della perdita del voto. Di là dal dibattito dottrinale relativo al fatto che il modello delle azioni di risparmio sia o meno l'unico possibile per le società quotate che vogliano emettere azioni prive del diritto di voto<sup>230</sup>, rimane il fatto che, se si opta per lo strumento regolamentato dal TUF la "compensazione economica" che non è, invece, più necessaria ai sensi del diritto societario "ordinario" delle società chiuse, riacquista i caratteri dell'obbligatorietà: viene, allora, spontaneo domandarsi per quale ragione non sia parimenti previsto nella norma di legge un meccanismo di tutela per il caso in cui la società non sia in grado di garantire questa relazione di coattiva "alternatività" tra i diritti. E, infatti, guardando agli studi della dottrina, essa pare concentrarsi più sulla "misura" del beneficio di natura economica attribuito alle azioni, che non dovrà essere tanto irrisorio da risultare insignificante se paragonato ai diritti patrimoniali ordinari; meno pare, invece, curarsi dell'aspetto patologico per il caso di inadempimento da parte della società<sup>231</sup>.

La giustificazione di tale scarsa attenzione pare potersi ricercare nella considerazione, già fatta oggetto di diffusa e puntuale disamina nella prima parte del

---

<sup>230</sup> La dottrina si divide tra chi ritiene che le società quotate non possano emettere azioni prive del diritto di voto, se non in conformità con le regole di cui agli artt. 145 ss. TUF (cfr. A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., 1301; E. DESANA, *Le azioni e il diritto di voto*, in *Il nuovo diritto societario. Profili civilistici, processuali concorsuali, fiscali e penali*, vol. I, a cura di S. Ambrosini, Torino, 2005, 119; N. ABRIANI, *Sub art. 2351 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2004, 320; U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2007, 979) e chi, invece, ritiene che accanto alle azioni di risparmio tipizzate dal Testo unico della Finanza, le società quotate possano avvalersi di tutti gli istituti previsti dal Codice Civile e, quindi, anche emettere azioni prive sia del diritto di voto che di qualsivoglia privilegio patrimoniale (cfr. M. CIVITELLI, *La riforma delle società di capitali e le azioni di risparmio*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 506 ss.; M. MAUGERI, *Azioni di risparmio e assemblee di categoria: prime note sul coordinamento tra t.u.f. e nuovo diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 1294 ss.; C.F. GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, Milano, 2004, 184 ss.; A. ANGELILLIS, M.L. VITALI, *Sub art. 2351 c.c.*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 417 ss.; G. MIGNONE, *Le azioni di risparmio nel nuovo diritto societario*, Napoli, 2013, 125 ss.).

<sup>231</sup> Cfr. M. NOTARI, *Sub art. 145 TUF*, in *La disciplina delle società quotate*, a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Milano, 1999, 1564 ss.

lavoro, per cui la correlazione tra rischio economico e potere è nel nostro ordinamento estremamente allentata, per non dire ormai scomparsa, tantoché, tra le altre, la regola generale oggi vigente è proprio quella secondo cui non c'è più la necessità di compensare ogni privazione del voto con benefici patrimoniali<sup>232</sup>: dal che si deve dedurre che, anche nel caso sia lo stesso legislatore a reintrodurre in qualche modo tale rapporto, come accade per la categoria delle azioni di risparmio, non lo ritiene forse più fondamentale a punto da prevedere anche una relativa tutela direttamente nella norma di legge<sup>233</sup>. Conferma di tale ricostruzione appare proprio il diverso assetto disciplinare adottato dall'ordinamento tedesco, nel quale, come si è già avuto occasione di considerare, il principio di proporzionalità ricopre un ruolo più stringente in punto di distribuzione dei diritti ai soci: sembra, allora potersi concludere che, mentre in Germania la rinascita del voto si pone in primo luogo come meccanismo di salvaguardia, ancor prima che dei diritti dei singoli azionisti, di un certo grado "normativo" di correlazione tra potere e rischio, in Italia detto meccanismo non è necessario, ma verrebbe tutt'al più, qualora la clausola venisse adottata per via statutaria, a ricoprire un ruolo di "incentivo" per i sottoscrittori, i quali sarebbero in tal caso, comunque, i soli destinatari della tutela.

Di conseguenza, si noterà che, come spesso accade, se nel caso tedesco, proprio

---

<sup>232</sup> Prima della riforma del 2003, invece, tale compensazione era ritenuta necessaria. Sul punto si vedano U. TOMBARI, Sub art. 2351 c.c., cit., 558; M. LIBERTINI, A. MIRONE, P.M. SANFILIPPO, Sub art. 2351 c.c., in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, Padova, 2010, 273; A. STAGNO D'ALCONTRES, Sub art. 2351 c.c., in *Società di Capitali, Commentario*, a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 304; N. ABRIANI, Sub art. 2351 c.c., in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2004, 311; M. NOTARI, *Disposizioni generali. Conferimenti. Azioni*, in AA.VV., *Diritto delle società di capitali*, Milano, 2006, 143.

<sup>233</sup> A conferma di ciò, si vedano ad esempio le considerazioni del Consiglio di Stato, sez. VI, 18.01.2019, n. 475, in *Diritto&Giustizia*, 2019 che, ancora di recente, spiega che «in termini economici, colui il quale investe il proprio capitale, prodotto di risparmio, in azioni di società accetta per definizione il relativo rischio di impresa, e quindi è, o deve essere, consapevole del fatto che il cattivo andamento dell'impresa cui partecipa può risultare nella perdita parziale o anche completa del valore dell'investimento, non a caso denominato capitale di rischio. In termini economici, si tratta di una decisione razionale, perché a fronte del rischio sta la possibilità di un guadagno anche molto superiore a quello che si realizza con gli ordinari impieghi di capitale.».

in ragione del fatto che la mancata corresponsione del dividendo comporta la lesione di un principio cui l'ordinamento attribuisce un valore sovraordinato, è la stessa legge a prevedere anche un rimedio specifico per i casi di patologia, nel nostro ordinamento, ove il principio di correlazione tra potere e rischio non è più da considerarsi elemento tipologico nel sistema della società per azioni, la tutela è affidata agli ordinari strumenti di reazione: così, nel caso in cui la mancata distribuzione fosse dovuta a negligenza degli amministratori che, in ragione della loro poco oculata gestione e recando danno al patrimonio sociale, non avrebbero consentito alla società di realizzare quegli utili finalizzati al soddisfacimento, tra le altre cose, del privilegio patrimoniale accordato a taluni azionisti, a disposizione della compagine tutta rimarrebbero, in generale, anche gli ordinari strumenti di reazione forniti dall'attivazione dell'azione sociale di responsabilità; inoltre, essendo il beneficio attribuito ad una particolare categoria di soci, i quali sarebbero direttamente danneggiati nelle loro prerogative, ci si domanda, poi, se questo non sia uno di quei casi in cui questi potrebbero servirsi dell'azione residuale di cui all'art. 2395 c.c.<sup>234</sup>. Accanto a questi, si ribadisce, le singole società, nel libero esercizio della loro autonomia statutaria, potrebbero adottare il rimedio della rinascita del voto a fornire un'ulteriore garanzia agli azionisti di risparmio (*aut similia*) che costituisce, in ultima analisi, un incentivo a monte alla sottoscrizione di tali titoli, proprio in quanto

---

<sup>234</sup> Il problema si innesta nella più ampia e complessa questione della differenza tra danno diretto alla partecipazione del socio e danno solo riflesso: il primo si verificherebbe esclusivamente nel caso di un «pregiudizio arrecato dagli amministratori al patrimonio individuale dei soci o dei terzi nella "neutralità" del patrimonio sociale» (l'espressione è di V. PINTO, *La responsabilità degli amministratori per "danno diretto" agli azionisti*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di P. Abbadessa, G.B. Portale, vol. 2, Torino, 2006, 921), mentre il secondo sarebbe una lesione del patrimonio della società tutto, risentita solo indirettamente dal singolo socio. Sul tema si vedano anche F. BONELLI, *La responsabilità degli amministratori*, Milano, 1992, 445; A. BORGIOI, *La responsabilità degli amministratori per danno diretto ex art. 2395 c.c.*, in *Giur. comm.*, 1981, II, 700; F. SUDIERO, *Danno diretto vs riflesso: possibili criteri distintivi ed il danno subito dal terzo-socio*, in *Giur. comm.*, 2019, II, 1471 ss.

Più in generale, per l'analisi della correlazione tra presenza di condizionamenti del diritto di voto e tutela individuale accordata al singolo socio dall'art. 2395 c.c. (e, in particolare, dei casi in cui questa potrà ritenersi legittimamente azionabile) si veda il par. 5.3, cap. III.

dotati di un più articolato apparato di tutele.

In chiusura, appare utile verificare se si possa pensare ad altre situazioni assimilabili in cui la rinascita del voto (o l'eventuale maggiorazione del voto già spettante) sia strumento rimediale efficace in tutti i casi in cui la società non adempia ad un suo obbligo: si pensi, ad esempio, ai casi, ipotizzati in dottrina, della rinascita del voto in capo ad azioni riscattabili che ne siano prive, ove il riscatto non venga esercitato dalla società o dagli altri soci per un dato numero di esercizi consecutivi<sup>235</sup>; dell'attribuzione del voto ad azioni che ne sono prive (o, di nuovo, della maggiorazione per quelle che lo detengano già in misura piena) qualora il socio si trovi nell'impossibilità di alienare i suoi titoli per mancato gradimento della società per un dato numero di esercizi<sup>236</sup>.

Tale ultima ipotesi non sembra, tuttavia, perfettamente sovrapponibile ed adattabile allo strumento oggetto di analisi; e ovviamente, ogni qualvolta si debba individuare uno strumento rimediale efficace, occorre preliminarmente comprendere quale sia l'esigenza che a monte andrebbe tutelata. Nel caso di clausola di gradimento limitativa della circolazione delle azioni, quindi, occorre anzitutto operare un distinguo e capire se si tratti o meno di gradimento mero. Nel primo caso, ossia quello di clausola di mero gradimento, sicuramente la rinascita del voto non è rimedio utilizzabile per due ordini di motivi: il primo è che il legislatore, che sino a non molto tempo fa riteneva addirittura illegittima una clausola siffatta, oggi la ammette a condizione che la società garantisca all'azionista delle alternative tipiche, direttamente indicate dalla norma (ossia il diritto di recesso o l'obbligo di acquisto delle azioni stesse a carico della società o degli altri soci); e se anche detti rimedi non fossero tipici, è evidente che la semplice attribuzione di un diritto di voto non costituirebbe mezzo efficace a garantire ciò che la norma intende tutelare, ossia il principio secondo cui ogni socio non può essere perpetuamente vincolato alla sua partecipazione, specie per volontà di un altro soggetto e, quindi, la necessità di

---

<sup>235</sup> A. ANGELILLIS, M. L. VITALI, *Sub art. 2351 c.c.*, cit., 428.

<sup>236</sup> V. SANTORO, *Sub art. 2351 c.c.*, in *La riforma delle società. Commentario del D.Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, I, Torino, 2003, 149.

approntare rimedi che gli consentano, a date condizioni, di disinvestire disfandosi del titolo. Se, invece, si trattasse di clausola di gradimento non mero, e quindi dipendente da un fatto oggettivo e non solo dalla insindacabile volontà di un altro soggetto, allora l'ipotesi della rinascita del voto tornerebbe, forse, ad assumere un qualche profilo di interesse come incentivo per i soci, anche alla sottoscrizione, nonostante gli evidenti punti di divergenza. Infatti, è certamente vero che il caso "tipico" di riespansione del voto riguarda una partita che si gioca tutta in punto di diritti (amministrativi o patrimoniali che essi siano) e, quindi, sul contenuto intrinseco della partecipazione, mentre la clausola di gradimento incide sul piano diverso della possibilità di alienare e far circolare più o meno liberamente la propria azione; ancora, si potrebbe considerare che, nel caso di mancato gradimento per un dato numero di esercizi in ragione del non realizzarsi dell'evento che rimuoverebbe l'ostacolo alla circolazione, non vi è una vera e propria fattispecie di inadempimento della società, che non è tenuta a garantire in alcun modo il verificarsi della condizione entro un dato termine. È però pure vero che, a prescindere da ciò, la rinascita del voto potrebbe costituire prima un incentivo alla sottoscrizione e, successivamente, un "risarcimento" per chi decida di acquistare titoli privi del diritto di voto, magari in assenza di altri privilegi, in una società che imponga anche limiti alla circolazione delle azioni: così, infatti, il socio saprebbe che, nell'eventualità in cui gli fosse impedito il disinvestimento a causa della mancanza di gradimento, acquisterebbe perlomeno la possibilità di avere una qualche influenza nell'assemblea generale e non sarebbe, dunque, in totale balia delle scelte della società pure nel momento in cui la sua opzione primaria sarebbe stata quella di abbandonare la compagine.

#### **2.4. Voto condizionato con funzione "sanzionatoria".**

Se nel paragrafo precedente si è trattato di condizioni volte a rimediare ad un inadempimento della società nei confronti dei suoi soci, non è difficile immaginare come lo strumento possa astrattamente essere usato anche per il caso opposto, ossia quello in cui siano i soci a non rispettare gli obblighi su di loro gravanti in forza

dell'adesione al contratto sociale; ovviamente, se nel primo caso, dovendosi garantire una riparazione, il meccanismo idoneo appare essere quello della condizione sospensiva, che attribuisce un diritto, nelle specie quello di voto, prima compreso, nella situazione contraria ora oggetto di indagine anche la condizione dovrà specularmente funzionare in maniera opposta come risolutiva, ed essere atta, quindi, a privare il socio inadempiente di un diritto di voto che fino a quel momento gli spettava in misura piena.

Ancor prima di procedere, secondo lo schema sinora seguito, all'analisi della casistica relativa a questo peculiare utilizzo "funzionale-sanzionatorio" della condizione, bisogna prendere atto che esso solleva anche interrogativi di sistema che vanno, pertanto, preliminarmente evidenziati e discussi.

In primo luogo, dunque, ci si domanda se l'adozione di una condizione risolutiva apposta al voto al verificarsi di un inadempimento da parte del socio crei o meno un sistema sottoporzionale di voto. L'interrogativo trae origine dall'analisi del sistema tedesco: come già evidenziato, si tratta di un ordinamento in cui le deroghe al principio di proporzionalità appaiono più stringenti e ben delineate e ciò pare agevolare il raggiungimento di ricostruzioni meno labili: così, la dottrina sottolinea che, oltre alla fattispecie delle *Vorzugsaktien ohne Stimmrecht*, si possano in astratto prevedere altre restrizioni al diritto di voto, quali quelle derivanti dalla violazione di obblighi di legge (ad esempio, dell'obbligo di *disclosure* relativo a partecipazioni rilevanti in altre società di cui al § 20 AktG, che causa una sospensione del diritto di voto) o dall'esistenza di altre pattuizioni statutarie o parasociali, ma che esse non creano, ovviamente, sistemi sottoporzionali di voto<sup>237</sup>. Lo stesso ragionamento si adatta perfettamente al nostro ordinamento quando si faccia riferimento a situazioni in cui la sospensione del diritto di voto dipende dal realizzarsi di un evento condizionante, siano esse inserite direttamente nella legge (è il caso della sospensione del diritto di voto in capo al socio in mora per i versamenti ancora dovuti a titolo di conferimento di cui all'art. 2344 c.c.) o liberamente adottate dallo statuto (ad esempio, la previsione di tetti di voto di cui all'art. 2351, c. 3 c.c.).

---

<sup>237</sup> Cfr. K. HEIDER, Sub § 12, in *Münchener Kommentar*, cit., 349 ss.

Può, dunque, la stessa conclusione essere estesa anche a tutte le condizioni “risolutivo-sanzionatorie”, applicate a tutto il capitale o solo a una data categoria, di cui le società posso decidere autonomamente di dotarsi per via statutaria? La risposta al quesito sembra poter senz’altro essere positiva se solo si considera che, in ragione delle loro concrete modalità di funzionamento, tali fattispecie vanno ricomprese nello schema della sospensione del voto o, egualmente parlando, del voto intermittente, schema in cui il diritto è suscettibile di sorgere o venire meno più volte proprio in ragione del realizzarsi dell’evento dedotto in condizione<sup>238</sup>.

Assodato ciò, gli interrogativi debbono, dunque, muoversi su di un piano diverso e cioè sulla legittimità stessa di regole statutarie che introducano restrizioni al diritto di voto in ottica sanzionatoria, al di fuori delle ipotesi di “condizioni legali” per cui obblighi e relative sanzioni siano previsti direttamente nella norma di legge (quali, appunto, ad esempio, il caso del socio in mora nei versamenti di cui all’art. 2344 c.c. o, ancora, nelle leggi speciali, la sospensione del diritto di voto inflitta dall’art. 110 TUF in presenza di violazioni di obblighi contenuti nelle norme relative alle offerte pubbliche di acquisto). Ancora, la risposta dovrebbe apparire *prima facie* positiva: la dottrina che si è occupata del tema, infatti, ammette pacificamente in maniera pressoché unanime, la possibilità che la condizione sia concepita non solo come sospensiva (caso letteralmente previsto al comma 2 dell’art. 2351), ma anche come risolutiva<sup>239</sup>; l’affermazione è, tuttavia, spesso aprioristica e non giustificata, se non sulla base del fatto che queste sono le due forme che la condizione può assumere ai sensi del diritto civile generale. Come già si è avuto modo di considerare, tuttavia, l’adattamento di quelle norme al sistema societario richiede perlomeno alcune riflessioni.

Con riguardo al tema attualmente oggetto di analisi, infatti, non è difficile notare

---

<sup>238</sup> Al fine di evitare inutili ripetizioni, per tutte le argomentazioni a sostegno di tale ricostruzione, anche in punto di applicabilità del limite della metà del capitale sociale, suscettibile, proprio in ragione della sua *ratio*, di applicarsi solo agli strumenti che effettivamente creano un sistema di voto sottoproporzionale (più o meno) stabile, si rinvia quanto già esposto nel precedente cap. I, par. 3.2.

<sup>239</sup> Per riferimenti dottrinali si rimanda alla nota 20, par. 1.2, nell’introduzione al lavoro.

che, se il caso della condizione sospensiva con funzione compensativa, risolvendosi in un'attribuzione di un *quid pluris* in punto di diritti, non pare comportare particolari problemi quanto alla sua astratta configurabilità, quello della condizione risolutiva in funzione sanzionatoria solleva, invece, qualche dubbio quanto alla sua stessa legittimità: occorre domandarsi, anzitutto, se un posizione giuridica passiva (di soggezione del socio nei confronti della società) possa essere fatta oggetto non di un obbligo di legge, ma di regolamentazione statutaria<sup>240</sup> ed, in questa seconda ipotesi, se essa possa financo giungere a rappresentare proprio il "diritto diverso" che distingue talune azioni dalle altre, rendendole categoria; collegato e conseguente a questo, è, poi l'interrogativo relativo alla legittimità ed agli eventuali limiti alla potestà punitiva privata, qualora la clausola statutaria (o categoria di azioni) istitutiva dell'obbligo imponga anche una punizione per la sua violazione.

Il primo problema si identifica, di fatto, con la domanda sulla possibile equivalenza tra regole legali e regole statutarie, per comprendere, appunto, se, nell'area di autonomia concessa dalla legge al contratto sociale, questo possa introdurre *ab origine* regole parimenti cogenti e dotate di sanzioni per la loro violazione. La regolamentazione societaria appare costellata di norme che consentono di affermare l'esistenza di questa equiparazione tra regole legali e statutarie quali parametri per valutare la legittimità dell'agire sociale: così, l'art. 2377 c.c. afferma prima che le deliberazioni dell'assemblea, siano esse prese in conformità *della legge o dell'atto costitutivo*, vincolano tutti i soci e poi, specularmente, che sono affette dal vizio dell'annullabilità tutte le delibere che non siano prese in conformità *della legge o dell'atto costitutivo*; l'art. 2932 c.c. adotta gli stessi parametri di riferimento per l'agire amministrativo, stabilendo che gli amministratori sono responsabili per la violazione dei doveri loro imposti *dalla legge e dallo statuto*<sup>241</sup>. Ovviamente, vigente il

---

<sup>240</sup> Pare darlo per scontato, ad esempio M.L., VITALI, in *Le azioni riscattabili*, cit., 28, che pacificamente include tra le possibili funzioni dello strumento del riscatto anche quella di strumento sanzionatorio per gli inadempimenti del socio.

<sup>241</sup> C. ANGELICI, *La società nulla*, Milano, 1975, 134 ss.; ID., *Le basi contrattuali della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, vol. I, diretto da G.E. Colombo, G.B. Portale, Torino, 2004, 128 ss.

principio di atipicità delle categorie di azioni e dei “diritti diversi” che ad esse possono essere attribuiti, nulla osta, qualora l’interesse sociale lo giustifichi, ad inserire l’obbligo non in una clausola operante nei confronti di tutti i soci, ma di imporlo solo ad alcuni di essi, per il tramite della creazione di una categoria di azioni<sup>242</sup>, naturalmente nel rispetto dei principi generali di eguaglianza e parità di trattamento, la cui operatività rispetto al tema dell’attribuzione del diritto di voto è già stata fatta oggetto di discussione nel capitolo precedente<sup>243</sup>.

Infine, quanto al tema della potestà punitiva privata, non pare esservi dubbio che la sospensione del diritto di voto sia sanzione legittimamente adottabile dalla società: in primo luogo, si deve affermare che, nel silenzio della legge, il principio di atipicità posto con riferimento al rapporto tra azioni e titolarità del diritto di voto può allargarsi ad incidere anche sul distinto rapporto tra azionista e legittimazione all’esercizio del diritto di voto incorporato nelle azioni (e così, un diritto di voto pieno può lecitamente essere sospeso)<sup>244</sup>; in secondo luogo, essa appare potenzialmente conforme a tutti i criteri che la dottrina individua quali indici di liceità di una “pena privata”<sup>245</sup>, ossia la necessaria bilateralità del negozio istitutivo, la meritevolezza degli interessi perseguiti e la strumentalità del momento afflittivo rispetto a quello riparatorio. Più precisamente, dunque, è anzitutto evidente che il negozio istitutivo è senz’altro frutto di condivisa volontà, data dall’adesione

---

<sup>242</sup> A conferma di tale teoria, mi pare si possa porre pure il dato per cui anche la posizione di soggezione del socio titolare dell’azione al riscatto di essa da parte della società può da sola costituire il diritto diverso che consente di considerare “speciale” l’azione; a maggior ragione, mi pare dunque che possa esserlo la posizione di soggezione ad un obbligo che si risolve, in seguito alla sua violazione, nella più lieve sanzione della privazione del diritto di voto. Sul punto cfr. M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, cit., 131 ss.

<sup>243</sup> Del diverso tema dell’imposizione di un obbligo, ulteriore a quello del conferimento, in un momento successivo alla costituzione della società o a quello in cui il socio volontariamente sottoscrive titoli azionari gravati di quell’obbligo si veda infra il par. 4 del cap. III.

<sup>244</sup> G. D’ATTORRE, *Opa obbligatoria statutaria e sospensione del diritto di voto*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 693.

<sup>245</sup> Il riferimento è a P. BENAZZO, *Le “pene civili” nel diritto privato d’impresa*, Milano, 2005, 109 ss. L’autore propone qui la distinzione tra pene private, ossia quelle poste a tutela di interessi soggettivi disponibili, e pene civili, volte invece a tutelare interessi generali o pubblici individuati da norme imperative.

volontaria di un soggetto ad un contratto sociale che illustra tutte le regole dell'organizzazione societaria; quanto alla meritevolezza degli interessi, si dovrà, nel caso concreto, fare riferimento al contenuto della clausola, essendo scontato che qualora essa tutelasse interessi non ritenuti leciti dall'ordinamento giuridico, sarebbe già di per sé nulla, trascinando di conseguenza con sé anche la sanzione collegata; parimenti, la strumentalità della sanzione rispetto all'interesse protetto andrà valutata caso per caso, ma pare potersi considerare raggiunta in tutti quei casi in cui, da un lato, il soggetto aderente alla compagine violi un obbligo che gli discende proprio dalla sua qualità di socio, venendo dunque punito con la speculare privazione di una prerogativa (il voto) che proprio in ragione della sua adesione alla compagine sociale gli spetterebbe, e dall'altro, sia specularmente altresì utile ad eliminare il pregiudizio agli interessi degli altri soci, che potrebbero direttamente subire un *vulnus* derivante dalla violazione del socio "inadempiente".

Fatta questa premessa teorica, pare ora potersi procedere alla consueta analisi della casistica per fornire, ovviamente sempre a titolo meramente illustrativo e non certamente tassativo, esempi dell'utilizzo della condizione in funzione sanzionatoria.

#### **2.4.1. Il divieto di concorrenza.**

Sembra opportuno, dunque, partire da uno dei primi casi che potrebbe venire alla mente degli interpreti e che, parimenti, può dare origine a diversi dubbi interpretativi, ossia quello della sospensione del diritto di voto nel caso di violazione di un obbligo di concorrenza imposto al socio dalla società.

Anzitutto, posto che il divieto di concorrenza è in più sedi disciplinato direttamente dalla legge (l'art. 2301 c.c. lo pone in capo ai soci di società di persone e l'art. 2390 c.c. a carico degli amministratori di società di capitali), è legittimo domandarsi se esso possa essere contrattualmente imposto anche ai soci di società di capitali. La risposta deve essere senz'altro positiva, se si tiene conto di una serie di circostanze: in primo luogo, appare sicuramente interesse meritevole di tutela quello a che la società non subisca danni derivanti da attività concorrenti svolte dai suoi soci; in secondo luogo, l'autonomia statutaria, ulteriormente rafforzata ed ampliata

con la riforma del diritto societario del 2003, consente, tra le altre cose, di incidere anche in aumento sugli obblighi imposti ai soci oltre a quelli già previsti dalla legge; infine, i pur non numerosi casi giurisprudenziali che hanno affrontato il tema, hanno confermato l'estensibilità dell'obbligo anche a casi in cui non è direttamente previsto dal legislatore<sup>246</sup>.

Qualche problema in più parrebbe, invece, potersi porre riguardo alla possibilità di utilizzare quale sanzione proprio la sospensione del diritto di voto per il caso di violazione di un (pur legittimamente imposto) divieto di concorrenza. Infatti, se è vero che non esiste nella legge un simile divieto gravante sul socio di società di capitali, la circostanza non è del tutto priva di disciplina: l'art. 2373 c.c. stabilisce, infatti, che la delibera adottata con il voto determinante di un socio che versi in situazione di conflitto di interessi con la società possa essere annullata. Sulla base di ciò, qualche isolata voce in dottrina e giurisprudenza ritiene che la sospensione del diritto di voto alteri la summenzionata previsione legale, in forza della quale l'interesse concorrente di un socio rileva solo quando il suo voto si riveli determinante per l'adozione di una data decisione, diversamente essendo egli libero di perseguire un interesse personale nel momento dell'espressione del voto in società<sup>247</sup>. Tale osservazione non pare, però, cogliere nel segno per una serie di

---

<sup>246</sup> Si fa riferimento a Trib. Milano, 24 maggio 2007, in *Giur. it.*, 2008, II, 1433 ss., con nota di O. CAGNASSO e Coll. Arb. Milano, 11 luglio 2007, in *Soc.*, 2008, 1419 ss., con nota di G. SCOGNAMIGLIO, che legittimano l'estensione del divieto di concorrenza ai soci di società a responsabilità limitata; a Cass., sez. I, 16 giugno 1989, n. 2887, in *Giust. civ.*, 1990, I, 782 ss., con nota di GRIECO, che lo estende anche a carico di un socio accomandante. Nel primo caso, la struttura personalistica della società a responsabilità limitata ha costituito certamente indice determinante per l'estensione del divieto, ma è appena il caso di far notare come, stante anche la sempre più incalzante ibridazione dei tipi, pure il modello della società per azioni possa essere usato da compagini ristrette e, come lo stesso utilizzo della condizione dimostra, con spiccata vocazione personalistica; nel secondo caso, è dimostrato che il divieto possa essere esteso anche a soci che non hanno possibilità di ingerirsi direttamente nella gestione, al pari dunque di quelli di società per azioni. Favorevole a detta soluzione cfr. in dottrina anche F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova spa*, Milano, 2004, 96.

<sup>247</sup> E.M. TRIPPUTI, *Questioni in tema di scaglionamento del diritto di voto, divieto di concorrenza del socio e sanzioni statutarie per la violazione di tale divieto*, in *Giur. comm.*, 2010, II, 311 e 323.

motivi. In primo luogo, le fattispecie del divieto di concorrenza e del conflitto di interessi non paiono essere perfettamente sovrapponibili, come dimostra tra l'altro la loro disciplina differenziata con riguardo agli obblighi imposti agli amministratori (artt. 2390 e 2391 c.c.): infatti, mentre l'attività concorrente si riferisce ad un complesso di atti che discendono da una relazione sistematica esistente tra due soggetti che operano all'interno dello stesso mercato, ed è quindi vietata *tout court*, il conflitto di interessi non può che riferirsi ad una singola operazione determinata o determinabile e si manifesta in sede di deliberazione assembleare, per cui rileva solo se determinante per l'adozione di quella singola decisione; e, tra l'altro, un socio può essere portatore di un interesse personale confliggente con quello sociale pur non trovandosi in una posizione di concorrenza con la società. Vi è poi da aggiungere che la ricostruzione che valorizza "la libertà di voto" del socio, salva la ricorrenza del caso di cui all'art. 2373 c.c., è idonea a regolare tutti i casi in cui, appunto, non vi sia un espresso divieto di concorrenza; una volta, però, che si ammette che questo possa essere volontariamente introdotto dalla società a carico dei suoi soci per via statutaria, come si è argomentato poco sopra, il presupposto cambia e quindi, proprio in ragione della presenza del divieto espresso, quell'assenza di vincoli nell'espressione del voto verrebbe ad essere compresa.

In questo contesto, allora, proprio la sanzione della sospensione del diritto di voto sembra adeguata ad impedire che il socio in concorrenza possa esprimere il suo voto in assemblea recando un danno (anche se solo potenziale) alla società<sup>248</sup>. Ulteriore argomento a sostegno di questa tesi è quello secondo cui la sanzione per la violazione di un divieto di concorrenza statutariamente imposto al socio di società di capitali potrebbe addirittura concretarsi nel più invasivo diritto di riscatto delle sue azioni da parte della società<sup>249</sup>: così, se il socio in conflitto di interessi può essere privato addirittura *in toto* dell'azione, a maggior ragione non si vede problema per il

---

<sup>248</sup> Si è così, proceduto, tra l'altro, ad un esempio di verifica della legittimità della sospensione del voto quale "pena privata", sia sotto il profilo della meritevolezza dell'interesse tutelato che dell'adeguatezza e strumentalità della sanzione allo scopo.

<sup>249</sup> L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995, 236.

caso in cui la pena si limiti alla sola sospensione del diritto di voto, che pare, tra l'altro, più idonea al caso concreto, potendo altresì comportare una riespansione del diritto una volta rimossa la circostanza ostativa dello svolgimento di attività concorrente (mentre non si potrebbe riattribuire l'azione riscattata al socio ormai "escluso" dalla compagine).

Da ultimo, breve considerazione merita anche il fatto che, qualora si volesse utilizzare la sospensione del diritto di voto quale sanzione per la violazione di un divieto di concorrenza statutario, bisognerebbe altresì porre mente al contenuto della clausola stessa: una clausola dal contenuto estremamente generico finirebbe, infatti, per lasciare ad una valutazione del tutto discrezionale degli amministratori il giudizio sull'eventuale inadempienza del socio, incorrendosi così, di fatto, nella violazione del limite imperativo di cui all'art. 2351, c. 2 c.c., secondo cui la condizione apposta al diritto di voto non può avere il carattere della mera potestatività. Tale problema appare, tuttavia, facilmente superabile: si potrebbe, allora, provvedere a dettagliare in modo specifico gli atti che materialmente condurrebbero alla violazione del divieto, ad ancorare la sussistenza di situazioni di concorrenza a circostanze oggettive ritenute rilevanti dalla società o, ancora, a rimettere l'accertamento alla valutazione imparziale dell'autorità giudiziaria.

#### **2.4.2. *Segue.* Altre fattispecie concrete.**

Ovviamente l'imposizione di un divieto di concorrenza non è certo l'unico caso in cui la condizione utilizzata in funzione sanzionatoria potrebbe operare; in particolare, nel fornire altre esemplificazioni, si può trarre spunto dalle circostanze che fondano le diverse fattispecie del riscatto azionario o dei limiti statutari imposti alla circolazione delle azioni: di là dal fatto che lo strumento del condizionamento del voto incide solo su un particolare diritto che compete al titolo, mentre le altre fattispecie direttamente ed in maniera più penetrante sulla titolarità stessa delle azioni, è semplice notare come la varietà di scopi perseguiti, perlopiù nella direzione

della “personalizzazione” della società per azioni, non sono affatto dissimili<sup>250</sup>. Proprio per tale ragione, tra l’altro, si provvederà, qualora possibile, ad evidenziare quali siano i casi in cui il condizionamento del voto sembra strumento più idoneo a raggiungere la finalità cui la società vorrebbe mirare.

Così, una perdita del voto potrebbe essere prevista in caso di condanna penale o di altre circostanze da cui potrebbe derivare, dalla partecipazione di un dato socio, un potenziale danno reputazionale alla società<sup>251</sup>.

Ancora, si potrebbe immaginare di sanzionare con la perdita del voto gli amministratori titolari di *stock options* che non distribuiscano dividendi per un dato numero di esercizi o che cessino dalla loro carica o, similmente, i dipendenti titolari di azioni loro attribuite in caso di cessazione del rapporto di lavoro con la società. Con particolare riferimento a quest’ultima ipotesi, è appena il caso di far notare che, secondo alcuni autori, nonostante il nesso in fase genetica, non si potrebbe poi condizionare la permanenza della partecipazione alla società in qualità di socio alla continuazione del rapporto di lavoro: in altre parole, il socio che non sia più dipendente della società, sarà certamente libero, ma non potrà essere obbligato a disfarsi della propria partecipazione<sup>252</sup>; a diversa conclusione deve giungere, chiaramente, qualora l’attribuzione di azioni ai dipendenti si consideri un negozio a causa mista, in cui il rapporto di lavoro assuma valenza fondamentale e determinante: in questo caso, infatti, il dipendente non potrebbe in alcun modo rimanere titolare dell’azione. Nell’impossibilità di qualificare una di queste due ipotesi come assolutamente corretta, pare più opportuno propendere per la soluzione

---

<sup>250</sup> Il riferimento ai lavori monografici di M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, cit., L. Stanghellini, *I limiti statuari alla circolazione delle azioni*, cit. e L. CALVOSA, *La clausola di riscatto*, cit., dimostra, infatti, che le fattispecie del riscatto azionario, delle azioni riscattabili e delle clausole limitative della circolazione delle azioni hanno tra loro molti punti di contatto, che parimenti si possono rinvenire anche con il condizionamento del diritto di voto.

<sup>251</sup> S. GATTI, *Casi di discussa applicabilità delle clausole statutarie di gradimento al trasferimento delle partecipazioni sociali*, in *Riv. dir. comm.*, 1973, II, 30 ss.

<sup>252</sup> In tal senso cfr. A. DE MARTINI, voce *Azioni di società*, in *Enciclopedia della banca e della borsa*, vol. IV, Roma, 1968, 81 ss.; R. FRANCESCHELLI, *Momenti e profili giuridici dell'azionariato popolare*, in AA.VV., *L'azionariato popolare*, Padova, 1962, 19 ss.

secondo cui il valore attribuito alla permanenza del rapporto di lavoro non possa che essere elemento liberamente apprezzabile dalla società stessa: così, sulla base di ciò, sarà la società stessa a poter optare per la più radicale conseguenza del riscatto delle azioni al concludersi del rapporto di lavoro, qualora considerasse detto rapporto elemento essenziale per la detenzione del titolo, oppure per la più mite perdita del voto, qualora volesse solo inibire all'ex dipendente la possibilità di esercitare una influenza diretta in assemblea.

Infine, si può pensare al caso in cui siano state emesse azioni con prestazioni accessorie che non vengano adempiute. Anche in questo caso, i rimedi del riscatto del titolo e della semplice sospensione del diritto di voto in esso incorporato paiono essere entrambe alternative astrattamente percorribili: da un lato, infatti, la sospensione del voto pare più idonea, in considerazione del principio per cui la prestazione d'opera nella società per azioni non può essere oggetto di conferimento ma solo di ulteriore prestazione accessoria e così, una volta rispettati tutti gli obblighi discendenti dal contratto sociale, ma non quelli derivanti dalla prestazione accessoria, una sanzione che importi la privazione integrale del titolo sarebbe forse eccessiva; dall'altro lato, è pur vero che l'esercizio di un diritto di riscatto permetterebbe alla società di riappropriarsi di quelle azioni e ricollocarle presso altri soggetti in grado di fornire la prestazione accessoria necessaria (e ciò varrebbe tanto più nella circostanza in cui la prestazione accessoria costituisse elemento di primaria importanza nel negozio di sottoscrizione dell'azione o qualora l'elemento personalistico ad essa connaturato fosse determinante al punto da richiedere l'estromissione del soggetto inadempiente).

## **2.5. Ipotesi residuali: voto condizionato con funzione "limitativa" o "selettiva".**

L'ultima categoria che si mira ad illustrare brevemente ricomprende tutte quelle ipotesi residuali di possibile condizionamento del voto, che sono utilizzate al fine di limitare il diritto di *voce* in dipendenza da parametri diversi o aggiuntivi rispetto all'indicazione di specifici argomenti (si ricadrebbe, diversamente, nella pur limitrofa ipotesi del voto limitato di cui all'art. 2351, c. 2 c.c.) o, specularmente, di selezionare,

sempre in ragione di parametri oggettivi e non discriminatori, i soggetti idonei ad esprimere il voto.

Il primo caso riguarda fattispecie di voto limitato a cui si decida di aggiungere un altro riferimento temporale, a delimitare ulteriormente la facoltà di voto dei titolari: così, ad esempio, si potrà prevedere che gli azionisti possano votare sulla realizzazione di una fusione, purché deliberata entro cinque anni dall'emissione delle azioni da essi sottoscritte; ancora, al fine di impedire che azionisti appena entrati in una società in maniera sostanzialmente strumentale, poiché interessati all'adozione di una data delibera, possano votare, si potrà prevedere che il diritto di voto spetti solo da un dato momento successivo all'ingresso in avanti. Naturalmente, qualora i limiti temporali siano ancorati a parametri oggettivi, ma non definiti nel tempo, si ricadrà nell'istituto della condizione, altrimenti nel contiguo caso (si ribadisce, non vietato) dell'apposizione di termini iniziali o finali alla spettanza del diritto al voto.

La seconda ipotesi riguarda tutti quei casi in cui sia necessario, in ragione dell'oggetto o dell'attività sociale, garantire un certo grado di omogeneità o specializzazione della compagine sociale. Così, in società con attività peculiari o che richiedano alta specializzazione, si può richiedere che i soci, per avere accesso al voto, debbano essere in possesso di un titolo di laurea o dell'iscrizione in un dato albo professionale<sup>253</sup>; ancora, si può dare l'ipotesi in cui, per garantire la massima efficacia del meccanismo, l'acquisto del diritto di voto che maturi solo in presenza di una data qualifica sarà specularmente perduto nel caso in cui detta qualifica, ritenuta fondamentale, venga a mancare. Un campo di elezione per l'uso di un simile meccanismo potrebbe essere quello delle società "di diritto speciale" quali, ad esempio, le società di revisione: trattasi infatti di società in cui, di là dalla necessaria qualifica di revisore contabile che deve sussistere in capo ai componenti degli organi sociali e ad un dato numero di soci, si potrebbe avere interesse a privare del voto e, quindi, della partecipazione all'assemblea sia coloro che aspirino ad ottenere detta qualifica, ma ancora non ne siano in possesso, sia coloro che invece non abbiano in

---

<sup>253</sup> Cfr. per casistica G.M. ZAMPERETTI, *Le clausole di gradimento nella recente prassi statutaria*, in *Giur. comm.*, 1988, I, 925.

ciò alcun interesse, relegandoli al ruolo fattuale di meri finanziatori con capitale rischio<sup>254</sup>.

Più dubbio è, invece, se si possa attribuire il voto sulla base del credo religioso o del possesso di una data cittadinanza: al problema ed, in particolare, alla sua compatibilità con il principio di parità di trattamento si è già dedicata una nota nel capitolo precedente<sup>255</sup>.

### **3. “Categorie” di condizione in funzione di differenziazioni disciplinari: una classificazione strutturale.**

Ultimata l’analisi dell’istituto nella sua prospettiva teleologica, che si è rivelata utile a dimostrarne la duttilità e le modalità di inclusione (e funzionamento) negli statuti, la sezione finale del capitolo giunge a classificare diversamente le condizioni sulla base della loro dimensione “strutturale”, classificazione che si avvicina a quella tradizionalmente proposta dalla dottrina che si è occupata di questo o di altri temi limitrofi<sup>256</sup>; nella prospettiva del presente lavoro, muovere *a contrario* dalla casistica concreta, tenendo conto dei potenziali interessi sociali sottesi, ha consentito, in primo luogo, di sviscerare i problemi diversi che sorgono in relazione ad ogni utilizzo e anche di cogliere diversi e più numerosi parametri strutturali, che ora si andranno ad illustrare, e saranno utili ad operare le diversificazioni in punto di disciplina, che sarà oggetto del terzo capitolo.

La condizione pare, dunque, poter essere differenziata anzitutto sulla base del suo *funzionamento*. In quest’ottica, sarà utile stabilire se, in ragione della clausola:

i) al verificarsi dell’evento il voto sia attribuito *automaticamente* (è il caso, ad esempio, delle azioni a voto maggiorato per cui, al decorrere dei due anni, la maggiorazione scatta immediatamente o della rinascita del voto conseguente alla mancata corresponsione del dividendo maggiorato per il numero di esercizi

---

<sup>254</sup> L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995, 232 ss. propone, più per quanto riguarda il caso di perdita sopravvenuta della qualifica, lo strumento alternativo del riscatto azionario.

<sup>255</sup> Il riferimento è alla nt. 91 nel par. 2.2.1, cap. I.

<sup>256</sup> L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995, 231 ss.; F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova spa*, Milano, 2004, 95 ss.

statutariamente prestabilito) o sia necessaria un'ulteriore attività di qualche altro soggetto od organo sociale (ciò avviene, per esempio, per il caso in cui sia richiesta un'autorizzazione di conferma ai sensi dell'art. 104 TUF per l'adozione di misure difensive o in tutti i casi in cui la clausola, che abbia funzione sanzionatoria nei confronti del socio, richieda anche una sua preventiva messa in mora, ricalcando di fatto il meccanismo legislativo di cui all'art. 2344 c.c. per il socio inadempiente al versamento del conferimento). Questa distinzione sarà rilevante in punto di disciplina poiché, nell'un caso, sarà solo necessario stabilire chi sia il soggetto, all'interno della società, che si debba incaricare di accertare l'effettivo avveramento della condizione, mentre, nell'altro, sarà necessario condurre un'ulteriore indagine sulla possibilità di influenza del soggetto o dell'organo sull'avveramento della condizione;

ii) la condizione sia suscettibile di verificarsi una volta per tutte (è il caso dell'ottenimento di un titolo di laurea o di una condanna penale) o non abbia il carattere della stabilità o sia, addirittura, qualificabile come intermittente (è il caso, ad esempio, del tetto di voto - poiché teoricamente ad ogni assemblea la posizione dell'azionista potrebbe variare in ragione della mutevole entità della sua percentuale di possesso azionario - o quello della rinascita del voto a seguito del mancato pagamento del dividendo privilegiato). Tale circostanza sarà fondamentale sia per quanto riguarda, a monte, il tema della potenziale conversione in azione di categoria diversa al verificarsi della condizione e, conseguentemente, anche per il mantenimento del "diritto speciale" in fase di circolazione del titolo.

Ancora, il *discrimen* potrà porsi sull'individuazione del *soggetto* al quale è apposta la condizione. Nel caso del voto maggiorato, ad esempio, a rilevare sarà la volontà dell'azionista stesso, che liberamente decide se e quanto a lungo detenere in portafoglio le sue azioni, ma anche se e quante di esse iscrivere preliminarmente nel registro appositamente previsto; nel caso del voto subordinato al lancio di un'offerta pubblica di acquisto, invece, l'espressione volontaristica non compete ai titolari delle azioni, ma all'organo sociale assembleare. Questa classificazione è significativa anzitutto per potersi accertare che la condizione non sia meramente potestativa, ossia

che non dipenda unicamente dalla volontà di uno dei soggetti coinvolti ed, in secondo luogo, di nuovo in punto di eventuale possibile influenza del soggetto sull'avveramento della condizione e di individuazione dei rimedi più idonei al verificarsi di queste eventualità.

Si dovrà, poi, porre mente alla *estensione* della condizione. In particolare, occorrerà valutare:

i) se essa sia applicata a tutto il capitale o ad una sola categoria;

ii) se essa riguardi direttamente la modifica dei diritti ed, in particolare, di quello al voto o se importi una imposizione di ulteriori obblighi in capo al socio, per cui la modifica del potere di *voice* sia solo conseguenza (sanzionatoria) della loro violazione. In ambo i casi, differenze rilevanti si riscontreranno in punto di modalità di introduzione successiva alla costituzione, o di modifica della clausola *durante societate* e dei corrispondenti rimedi disponibili per i soci cui da ciò derivi un *vulnus*.

Infine, la classificazione può operarsi in ragione dell'*inerenza* della condizione. Così, essa potrà essere relativa a:

i) vicende *interne* alla società, che si possono a loro volta porre in relazione: a) all'*azione* (è il caso, ad esempio, della rinascita del voto quale compensazione per l'impossibilità di ottenere il gradimento e, quindi, di trasferire il titolo per un dato numero di esercizi); b) alla *persona dell'azionista* (si tratta di tutte le circostanze in cui rilevi una sua qualifica soggettiva); c) alla *società* stessa (sono le condizioni ancorate, ad esempio, al mancato raggiungimento di una data soglia di fatturato, o alla delibera di un aumento di capitale);

ii) eventi *esterni* alla società e, quindi, principalmente inerenti all'andamento del mercato, quale ad esempio il lancio di un'offerta pubblica di acquisto proveniente da un soggetto esterno.

## CAPITOLO TERZO

### LA POSIZIONE DEL SOCIO CON VOTO SOTTOPOSTO A CONDIZIONE:

#### RICADUTE DISCIPLINARI.

SOMMARIO: 1. Introduzione - 2. I diritti spettanti ai soci collegati al possesso del diritto di voto. - 2.1. In particolare, sul diritto all'intervento in assemblea (art. 2370 c.c.): informazione e tutela dei soci con voto sottoposto a condizione (sospensiva). - 2.2. Gli altri diritti amministrativi. - 3. Realizzazione della condizione: "nuova categoria" e fattispecie di conversione (?) - 3.1. Ricadute in punto di circolazione dei diritti. - 4. La modificabilità a maggioranza della clausola di condizionamento del voto. - 4.1. La modifica dei diritti spettanti ai titolari di azioni. - 4.2. L'imposizione di nuovi obblighi ai soci. - 5. Situazione di patologia e rimedi disponibili. - 5.1. La condizione illecita. - 5.2. Violazione di norme imperative. - 5.3. Condotte errate o illecite e tutela del socio con voto sottoposto a condizione.

#### **1. Introduzione.**

Una volta stabilito quali siano i limiti che l'autonomia statutaria è tenuta a rispettare nella redazione della condizione, sia per quanto riguarda le sue modalità di funzionamento, che per quanto concerne il suo contenuto e avere, poi, passato in rassegna i possibili eventi concreti ai quali il diritto di voto può essere subordinato, in ragione della funzione cui la condizione può essere preordinata, occorre ora, in chiusura del lavoro, indagare sulle ricadute disciplinari che l'adozione dell'istituto oggetto di esame comporta.

In primo luogo, ci si occuperà, dunque, di delineare la posizione, in punto di spettanza degli altri diritti sociali in qualche modo legati o dipendenti dal diritto di voto dell'azionista sottoposto a condizione: tale indagine risulta foriera di spunti di riflessione in ragione della già ribadita peculiarità del voto condizionato, che risiede principalmente nella sua "variabilità", in contrapposizione con la stabilità di tutte le altre variazioni (siano esse in misura sotto o sovrapporzionale) che si discostano dal modello di *default* "un'azione-un voto", e che si risolve, quindi, da ultimo, nella posizione di "aspettativa" in cui versa il socio titolare delle azioni con voto

subordinato al realizzarsi di un evento.

Logico pare, poi, interrogarsi su cosa accada al momento della realizzazione della condizione e, in particolare, se tale accadimento abbia delle ricadute sulla natura dell'azione, sulla composizione della compagine sociale e, conseguentemente, anche in punto di regole relative al regime di circolazione del titolo.

Ancora, ci si deve domandare se e quali limiti l'ordinamento ponga alla modifica della clausola che disciplina il condizionamento del voto nel corso della vita della società.

Infine, considerazione separata meritano le situazioni di patologia più comuni che possono essere collegate alla fattispecie del voto sottoposto a condizione e, quindi, da un lato pare opportuno precisare quali siano le conseguenze dell'inserimento in statuto di una clausola che deve considerarsi illecita alla luce delle conclusioni raggiunte nel primo capitolo sui limiti imposti all'autonomia statutaria; in secondo luogo, occorre domandarsi se esistano delle situazioni in cui vi siano dei soggetti che hanno possibilità di incidere sul realizzarsi dell'evento dedotto in condizione, frustrando così la relativa aspettativa dei soci titolari di dette azioni, e quali rimedi l'ordinamento offra al socio che ne risulti eventualmente pregiudicato.

## **2. I diritti spettanti ai soci collegati al possesso del diritto di voto.**

Se il diritto di voto è certamente inquadrato, dal legislatore ancor prima che dalla dottrina, come il più significativo dei diritti che concorrono a formare la posizione cosiddetta "amministrativa" del socio<sup>257</sup>, in ragione della relevantissima possibilità che a questi è, così, data di contribuire alla determinazione delle scelte della società, non si può dimenticare che dal voto stesso dipendono, appunto, tutta un'altra serie di prerogative in qualche modo ad esso collegate, la cui spettanza dipende ora dalla titolarità stessa del voto, ora della percentuale di azioni che ogni soggetto possiede a fronte del suo conferimento.

I prossimi paragrafi saranno, quindi, dedicati all'analisi di detti diritti:

---

<sup>257</sup> Sulla tradizionale distinzione tra diritti di natura amministrativa, diritti di natura patrimoniale e diritti di natura c.d. mista si veda, per tutti, G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, 2, *Diritto delle società*, Torino, 2015, 198.

particolare attenzione sarà riservata, primariamente, al diritto di intervento in assemblea, la cui carenza per il socio con voto subordinato ad una condizione sospensiva (in quanto soggetto che si trova in una situazione attuale di “non spettanza” del diritto di voto), pare sollevare talune perplessità e poter generare vuoti di tutela; si passeranno, poi, in breve rassegna tutte le altre prerogative, sulle quali le soluzioni interpretative paiono essere più chiare, condivise e condivisibili.

## **2.1. In particolare, sul diritto all'intervento in assemblea (art. 2370 c.c.): informazione e tutela dei soci con voto sottoposto a condizione (sospensiva).**

L'art. 2370 c.c., dedicato al diritto di intervenire all'adunanza assembleare, ha subito, a seguito della riforma del diritto societario, una modifica radicale: se, infatti, prima della novella il legislatore qualificava il preventivo deposito delle azioni presso la sede sociale come requisito obbligatorio per ottenere la legittimazione ad intervenire all'assemblea ed esprimere il proprio voto in essa, oggi il testo della norma converte detta necessità in una mera opzione adottabile dagli statuti<sup>258</sup>. Alla luce di tale scelta, diveniva, quindi, imprescindibile anche individuare un diverso canone per stabilire chi fossero i soggetti legittimati all'intervento: così, la norma, cogliendo l'occasione per chiarire le incertezze interpretative che, nel vigore del dettato precedente, circondavano la facoltà dei soci (stabilmente, o anche solo contingentemente) privati del diritto di voto di partecipare alle riunioni, pur senza votare, prevede oggi che i legittimati all'intervento si debbano indentificare in tutti «*coloro ai quali spetta il diritto di voto*».

Una prima lettura della disposizione pare, dunque, sancire in maniera inequivocabile che il diritto ad intervenire in assemblea non spetti ai soci che non

---

<sup>258</sup> La ragione sottostante la scelta di espungere l'obbligo di deposito preventivo delle azioni, viepiù se accompagnato dal vincolo di non ritirarle sino all'effettivo svolgimento dell'assemblea, appare ragionevole se solo si considera l'effetto disincentivante che simili imposizioni avrebbero per i soci, e specialmente per gli investitori professionali od istituzionali, i quali, pur di non scontare un blocco delle azioni che costituirebbe un impedimento alla possibilità di alienarle, anche a distanza di pochi giorni precedenti la data di svolgimento dell'assemblea, sarebbero spinti, per evitarlo, a non partecipare alle adunanze. In tale senso per tutti cfr. M. STELLA RICHTER JR., Sub art. 2370, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Milano, 2016, vol. I, 942.

siano titolari del diritto di voto<sup>259</sup> e, di conseguenza, per quanto specificamente riguarda il tema della presente ricerca, se ne dovrebbe dedurre che i soci il cui diritto di voto sia sottoposto ad una condizione sospensiva che preveda, al realizzarsi dell'evento, l'attribuzione di (almeno) un voto, non saranno, *medio tempore*, nemmeno legittimati ad intervenire nell'assemblea generale; considerazione opposta dovrà, ovviamente, valere, per i titolari di azioni con voto risolutivamente subordinato al verificarsi di un evento i quali, fintanto che esso non si realizzi, sono nel pieno possesso di un (o, addirittura, di più di un) diritto di voto<sup>260</sup>.

La riflessione sulle effettive ricadute di tale scelta legislativa porta a sollevare qualche dubbio sull'opportunità della piana applicazione analogica del precetto normativo all'istituto del voto sottoposto a condizione: infatti, mentre la regola della corrispondenza biunivoca tra intervento e voto appare ben adattarsi alla situazione delle azioni stabilmente prive del diritto a contribuire all'adozione della delibera (che ciò avvenga solo per alcune materie predeterminate o per ogni deliberazione dell'assemblea generale), non si può non chiedersi se la diversa posizione di "aspettativa" in cui versa il titolare di azioni con voto sottoposto a condizione sospensiva, specie se intermittente, non richiederebbe una considerazione differenziata. In questo secondo caso, infatti, il socio potrebbe non essere del tutto disinteressato quantomeno ad assistere al dibattito assembleare, così da comprendere perlomeno le ragioni sottostanti le scelte, anche strategiche, compiute dalla società (sulle quali, come è noto, l'avviso di convocazione prima e il verbale poi non sempre forniscono esauriente illustrazione), in ragione della prospettiva potenziale a divenire parte attiva nella dinamica assembleare in seguito alla realizzazione della condizione.

E del resto, se si pone mente alla dottrina giuscommercialistica che si è

---

<sup>259</sup> In realtà, come si avrà modo di considerare poco oltre, tale affermazione è tuttora oggetto di discussione.

<sup>260</sup> E la situazione, ovviamente, permarrà invariata se la condizione, pur risolutiva, importi che, al verificarsi dell'evento, venga semplicemente meno una eventuale maggiorazione di cui l'azione (o l'azionista) godeva, riportando il diritto alla misura di *default* di un'unità per azione.

tradizionalmente occupata del tema, perlopiù prima della riforma, si rileva che essa propendeva per la ricostruzione che, nel silenzio della norma sul punto<sup>261</sup>, attribuiva la facoltà di partecipare all'assemblea a tutti i soci, ritenendo quello di intervento un diritto totalmente scollegato ed indipendente dal diritto di voto<sup>262</sup>; anzi, gli autori che a tale corrente di pensiero aderivano, si spingevano a paventare che la privazione del diritto di voto, se affiancata anche da quella del diritto di intervento in assemblea, potesse mettere in crisi la stessa qualifica di socio, quale "soggetto partecipante all'attività comune ex art. 2247 c.c.", del titolare delle azioni così configurate (si faceva, al tempo, principalmente riferimento alle azioni di risparmio, introdotte dalla L. 216 del 7 giugno 1974 ed ora disciplinate dagli artt. 145 ss. TUF, che sono state la prima ipotesi legislativamente disciplinata di azioni del tutto prive del diritto di voto)<sup>263</sup>. Per questa ragione, dunque, appariva preferibile ritenere che i soci, anche se esclusi dal voto, conservassero comunque il diritto non solo a prendere parte alla riunione assembleare, ma anche a partecipare alla discussione, contribuendo, così, al dibattito volto a favorire l'adozione delle scelte migliori per la compagine sociale tutta di cui, indipendentemente dalla spettanza del diritto di voto, fanno pacificamente parte. Sulla base di tale ricostruzione, dunque, si riteneva che quello di intervento, pur considerato un diritto minore rispetto a quello di voto, dovesse comunque essere considerato suscettibile di esistenza autonoma, anche nella misura in cui assolveva alla funzione di consentire all'azionista di assistere all'assemblea per

---

<sup>261</sup> La norma previgente stabiliva, infatti, solamente che «[p]ossono intervenire all'assemblea gli azionisti iscritti nel libro dei soci almeno cinque giorni prima di quello fissato per l'assemblea, e quelli che hanno depositato nel termine stesso le loro azioni presso la sede sociale o gli istituti di credito indicati nell'avviso di convocazione.».

<sup>262</sup> Cfr. A. GRAZIANI, *Diritto delle società*, 5° ed., Napoli, 1962, 246; V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1967, 225; A. PATRONI GRIFFI, *L'intervento all'assemblea delle azioni a voto limitato*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1967, I, 370 ss.; F. GALGANO, *Quale informazione per gli azionisti privilegiati a voto limitato?*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1986, 525 ss.; A. BLANDINI, *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 475.

<sup>263</sup> G.F. CAMPOBASSO, *Le azioni di risparmio nel progetto di riforma delle società commerciali*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1969, I, 80; B. CARBONI, *Riflessioni in tema di intervento alla assemblea ordinaria da parte dei titolari di azioni privilegiate a voto limitato*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1974, 87.

ricavare dati informativi ulteriori non desumibili dai verbali<sup>264</sup>.

L'inversione di rotta operata dalla riforma del 2003, invece, pare dover condurre all'opposta conclusione secondo la quale il diritto di intervento, spettando solo ai soci titolari del voto, si atteggierebbe ormai come una prerogativa del tutto asservita e, quindi, strumentale alla possibilità di contribuire con detto voto all'approvazione della delibera in discussione<sup>265</sup>.

### **2.1.1. Intervento in assemblea, metodo collegiale e principio maggioritario.**

La giustificazione di questo capovolgimento e, dunque, dell'esclusione del diritto di intervento per un'intera categoria di soci (quelli senza voto) viene da taluni rinvenuta nell'asserita attenuazione del metodo collegiale<sup>266</sup>, derivante dalla possibilità che la partecipazione all'assemblea si realizzi anche con modalità diverse dalla presenza fisica alla riunione: oltre a tale modalità "tradizionale", infatti, il disposto dell'art. 2370 c.c. prevede oggi che il socio possa intervenire all'assemblea anche con mezzi telematici, ovvero esprimere il voto per corrispondenza o per via elettronica.

Secondo la dottrina tradizionale, il principio di collegialità - che, se applicato al suo massimo grado, si risolverebbe nella necessaria compresenza di tutti i soci (o meglio, nell'attribuzione indistinta della facoltà di partecipare) all'adunanza assembleare - sarebbe imposto dal legislatore in tutti i casi in cui si renda necessario tutelare gli interessi anche di soggetti che non avrebbero poi effettivo diritto a concorrere al raggiungimento del *quorum* deliberativo<sup>267</sup>. La medesima dottrina constata, poi, che, non essendo oggi più necessaria la presenza fisica all'assemblea, ma potendo questa risolversi addirittura in una *fictio iuris* per cui, anche se non effettivamente presente né collegato con mezzi telematici, il socio possa comunque

---

<sup>264</sup> Per tutti cfr. G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, cit., 320 ss.

<sup>265</sup> Così si esprime M. STELLA RICHTER JR., *Sub art. 2370*, cit., 939.

<sup>266</sup> Cfr. M. NOTARI, *L'assemblea e i processi decisionali dei soci nella riforma delle società non quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, 148; S. ROSSI, *Diritto di discussione del socio e derogabilità del metodo assembleare*, in *Giur. comm.*, 2004, II, 275.

<sup>267</sup> Oltre agli autori citati nelle note precedenti, cfr. anche V. AMATUCCI, *Le società unipersonali e la qualificazione del rapporto giuridico*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1964, 158.

far giungere alla società la sua dichiarazione di voto ed essere considerato presente, il principio collegiale è da ritenersi significativamente indebolito: è, allora, evidente, da un lato, che la collegialità ricopre un ruolo ormai marginale nell'economia del procedimento assembleare della s.p.a. e, dall'altro, che gli interessi dei soggetti che, pur mantenendo la qualifica di soci, sono esclusi dal voto, sono da ritenersi sacrificabili agli occhi dell'ordinamento.

Tali argomenti non sembrano, tuttavia, cogliere precisamente nel segno e le scelte su cui sono basati non paiono, pure considerato il tenore attuale della legislazione societaria, essere sempre del tutto condivisibili.

E infatti, è anzitutto il caso di far notare che, per quanto concerne il primo scenario alternativo alla partecipazione di persona all'assemblea, ossia quello dell'intervento dei soci con mezzi telematici, non pare che questo comporti un vero e proprio indebolimento del principio di collegialità, poiché a tutti i legittimati è comunque consentito di partecipare all'adunanza e di esprimersi, pur con modalità differenti rispetto alla presenza fisica; non manca, tuttavia, chi fa notare che già questa modalità di intervento non sarebbe in linea di principio idonea a garantire la parità di condizioni dei soci nello svolgimento dell'assemblea, poiché anche «*il semplice collegamento via audio arrecherebbe una grave menomazione, intollerabile alla luce del principio di parità di trattamento, per gli intervenuti costretti a servirsi del solo senso dell'udito per seguire il dibattito e ad essere privati della percezione dei congegni e comportamenti silenziosi, spesso più espressivi di molte dichiarazioni.*»<sup>268</sup>. Ancor più estrema appare l'ipotesi di coloro che, pur dovendosi conteggiare tra gli intervenuti ai sensi dell'art. 2370, c. 4 c.c., facciano pervenire alla società la loro semplice manifestazione di consenso o dissenso, senza aver previamente assistito al dibattito, ma sulla sola base dell'informativa e, nella specie, dell'ordine del giorno comunicato nella precedente fase di convocazione dell'assemblea. Se, dunque, la rinuncia alla presenza dei soci all'adunanza sembra poter essere totale, non pare però corretto affermare che questo implichi la radicale esclusione dell'operatività del metodo

---

<sup>268</sup> Il riferimento è a G. RESCIO, *L'assemblea della public company e la sua verbalizzazione*, in *Riv. soc.*, 1998, 1375.

collegiale, che rimane, anzi, presidio ineliminabile a garanzia (anche) del connesso principio maggioritario: così, dunque, si ritiene che, a fronte dell'amplissima libertà ormai concessa, che si può spingere fino allo svolgimento di un'assemblea del tutto virtuale (qualora tutti i soci decidessero, appunto, di manifestare il proprio voto per corrispondenza), sia opportuno che l'autonomia statutaria appronti adeguate tutele a protezione dei soci di minoranza contro eventuali abusi della maggioranza; e se anche ciò non fosse espressamente previsto, non mancano autori che richiamano, in ultima istanza, l'esistenza di un principio di parità di trattamento, da intendersi come declinazione specifica del più generale principio di buona fede e come sintomo di correttezza di ogni agire giuridico, in base al quale si sostiene che a tutti i soggetti interessati debba essere astrattamente garantita la possibilità di partecipare all'adunanza alle medesime condizioni, liberi poi essendo i singoli di rinunciarvi<sup>269</sup>.

Si deve, ancora, tener conto delle considerazioni proposte da taluni autori, che non ritengono così pacifico che di per sé il principio di collegialità e la summenzionata regola della maggioranza siano tra loro in un rapporto di reciproca interdipendenza: essi ritengono, infatti, che, come è ben possibile che per alcune organizzazioni plurisoggettive il metodo collegiale sia abbinato al principio non di maggioranza, ma dell'unanimità (e, rimanendo strettamente all'interno del sistema societario, basta pensare ad alcune decisioni che nella società di persone non possono essere adottate se non con l'accordo di tutti i soci, quali ad esempio quelle di continuazione della società con gli eredi del socio defunto *ex art. 2284 c.c.* o di nomina dei liquidatori *ex art. 2275 c.c.*), in altri frangenti è altresì concepibile che, a fronte della vigenza di una regola maggioritaria necessaria ad assumere una decisione, potrebbe essere sufficiente appunto che si raccolgano consensi sufficienti a raggiungere il *quorum* richiesto, senza che vi sia alcuna unità spazio temporale tra i

---

<sup>269</sup> E. CIVERRA, *Società di capitali e posizione del socio*, Milano, 2010, 45 ss.; G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 2007, 312 ss.; C. ANGELICI, *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 10 ss.; C.A. BUSI, *Assemblea e decisioni dei soci nelle società per azioni e nelle società a responsabilità limitata*, in *Trattato di Diritto dell'Economia*, diretto da E. Picozza, E. Gabrielli, Padova, 2007, 616 ss.

soci che li esprimono, ben potendosi optare per un sistema interamente “a distanza”, in cui l’assemblea si svolge, di fatto, in assenza di una previa discussione tra tutti i soggetti legittimati al voto<sup>270</sup>. Anche tali argomenti non paiono, tuttavia, cogliere perfettamente nel segno, nel loro tentativo di dimostrare l’inesistenza di qualsivoglia nesso tra metodo collegiale e principio maggioritario: è, infatti, evidente, che, nel primo esempio (ossia vigente la regola unanimistica), la tutela fornita dal metodo collegiale sarebbe di fatto inutile, poiché la decisione non potrebbe comunque essere adottata carente il consenso anche di un solo socio; nel secondo caso (quello del principio maggioritario) il metodo collegiale tornerebbe, invece, ad avere importanza, garantendo - in astratto - a tutti i soci (anche quelli di minoranza poi materialmente esclusi dalla decisione) quantomeno la facoltà di partecipare all’assemblea, valutare la *ratio* delle decisioni ed, eventualmente, esercitare il recesso. Insomma, si ribadisce infine che un conto è dare ai titolari delle azioni la possibilità di intervenire all’adunanza, essendo poi liberi i soci di non parteciparvi senza, però, inficiare il regolare svolgimento della dinamica assembleare stessa; altro conto è escluderli in toto da questa facoltà, senza possibilità di scelta autonoma alcuna.

In ogni caso, di là da considerazioni svolte sul piano astratto che, se lasciate a sé stanti, si riducono a mere petizioni di principio, per raggiungere delle conclusioni utili sul tema che qui ci occupa, anche eventualmente in una prospettiva *de iure condendo*, occorre calarsi nel concreto e individuare quale sia la regola attualmente adottata dal legislatore per il sistema della s.p.a. e, quindi, in quale rapporto i due principi di collegialità e maggioranza siano posti tra loro: anzitutto, appare indiscutibile che, al contrario di quanto accade nelle società personali, in quelle per azioni la regola unanimistica non trovi più ingresso né legittimazione, nemmeno per le decisioni considerate fondamentali<sup>271</sup>, in ragione delle necessità di dinamismo tipiche di questo modello organizzativo, che verrebbero irrimediabilmente minate

---

<sup>270</sup> Cfr. A. MIRONE, *Il procedimento deliberativo nelle società di persone*, Torino, 1998, 201; R. COSTI, G. DI CHIO, *Società in generale, società di persone, associazione in partecipazione*, in *Giurisprudenza sistematica di diritto civile e commerciale*, a cura di W. Bigiavi, Torino, 1991, 354.

<sup>271</sup> Del tema si è già trattato *supra* nel cap. I, par. 2.2.2, cui si rinvia.

dall'applicazione di detto principio, che sottopone, nei fatti, al veto anche di un solo soggetto l'operatività della società tutta<sup>272</sup>; il principio di riferimento per quanto concerne l'adozione delle decisioni sociali risulta, dunque, essere quello maggioritario, che assume, poi diverse proporzioni in base alla rilevanza della materia oggetto di delibera (e, dunque, per le materie di c.d. ordinaria amministrazione di cui agli artt. 2364 e 2364-bis c.c. sono previsti *quorum* meno ingenti di quelli rafforzati che sono invece necessari all'approvazione di questioni di c.d. straordinaria amministrazione, ex art. 2365 c.c.). Proprio in considerazione di ciò, allora, parrebbe ragionevole affermare che il metodo collegiale dovrebbe continuare a svolgere quel ruolo di garanzia, anche nei confronti dei soci di minoranza che, seppur esclusi dalla deliberazione (in quanto, appunto, non sarà in ogni caso necessario ottenere il loro consenso, quale che sia l'oggetto della delibera medesima), saranno comunque tutelati dalla possibilità di partecipare dialetticamente al processo di formazione della volontà assembleare, soprattutto in quelle decisioni, quali le modifiche del contratto sociale, che alterano in radice gli accordi iniziali sulla base dei quali si era aderito alla compagine con il proprio investimento: vero è, infatti, che l'ordinamento appronta, per tali situazioni, un rimedio principe, da individuarsi nel diritto di recesso ex art. 2437 c.c., che consente al socio che non condivide più le linee fondanti dell'agire sociale di liberarsi della partecipazione e riottenere il proprio investimento, ma detto mezzo pare avere una *ratio* differente e non sovrapponibile al principio di collegialità. In altre parole, entrambi gli istituti paiono costituire delle cautele funzionali alla tutela delle minoranze, una volta sacrificata la regola unanimistica a favore del principio maggioritario<sup>273</sup>: così, il socio avrà diritto a

---

<sup>272</sup> In questo senso cfr. F. GALGANO, *Il principio di maggioranza nelle società personali*, Padova, 1960, 222; M. PERRINO, *Sulla non collegialità del procedimento deliberativo di società di persone: il caso dell'esclusione del socio*, in *Riv. dir. impr.*, 1997, 353 ss.

<sup>273</sup> Come osserva S. ROSSI, in *Il voto extrassembleare nelle società di capitali*, Milano, 1998, 279, «l'obbligatorio rispetto della regola collegiale può essere anche considerato un correttivo all'operatività del principio maggioritario, non già, tuttavia, per le caratteristiche strutturali dell'atto, come è stato tradizionalmente sostenuto, ma per la tutela di specifici e peculiari interessi sostanziali». Ancora, parlando della possibilità che nella s.r.l. il socio dia un consenso preventivo e generale alla deroga al metodo della collegialità piena, l'autrice considera che «[n]el momento in cui il socio

partecipare e contribuire alla ponderazione della decisione sociale; se, all'esito di ciò, la maggioranza adotterà una decisione non condivisa da alcuni aderenti alla compagine, essi saranno ad ogni modo liberi di abbandonarla.

Resta, allora, quantomeno discutibile, per non dire oscuro, il motivo per cui si sia deciso di escludere dal primo livello di tutela, costituito dal metodo collegiale, i titolari di azioni prive del diritto di voto, lasciando loro, come unica garanzia, il diritto all'*exit*: infatti, pur privi della *voice*, essi rimangono pur sempre soci e la loro partecipazione all'assemblea non pare arrecare, a differenza di quanto si è osservato accadrebbe per l'applicazione della regola unanimistica, alcun particolare *vulnus* alla funzionalità della dinamica assembleare che andrebbe a scapito dell'intera società. E a giustificazione di ciò non paiono valere le considerazioni di cui si è riferito poco sopra, che fondano tale scelta sull'attuale previsione di modalità di intervento alternative a quella della partecipazione fisica all'adunanza, non foss'altro perché tali regole non paiono affatto sancire un tramonto del metodo collegiale, ma al più un suo assoggettamento a regole diverse da quelle originarie<sup>274</sup>. Al più, parrebbero degne di considerazione le posizioni di coloro che, nel constatare questa inversione di tendenza formalizzata dalla norma, pongono l'accento non tanto su di un indebolimento dei principi, quanto sulla più elementare fattuale svalutazione del ruolo del dibattito assembleare e della possibilità, tramite questo, di influenzare ed orientare l'esito della decisione collettiva in un senso o in un altro<sup>275</sup>.

### **2.1.2. Il diritto di intervento nella normativa attuale: l'approccio restrittivo del**

---

*aderisce a tale preventiva rinuncia, il suo consenso non sarà pienamente informato poiché solo nell'attualità di ciascuna futura decisione saranno disponibili quegli specifici elementi di valutazione, relativi alla proposta messa ai voti e al particolare contesto in cui i soci si ritrovino a deliberare, idonei a fondare una stima pienamente consapevole circa le esigenze di informazione, ponderazione, composizione, che possono manifestarsi in quell'occasione e che solo il rispetto del metodo collegiale (pieno) è in grado di assicurare.».*

<sup>274</sup> C.A. BUSI, *Assemblea e decisioni dei soci*, cit., 590.

<sup>275</sup> Tale svalutazione risulta ragionevole se si tiene conto del fatto che «spesso, sia nelle piccole sia nelle grandi s.p.a., le assemblee societarie non sono luoghi di discussione, ma solo di formalizzazione di determinazioni assunte altrove»: così si esprimono G. PRESTI, M. RESCIGNO, in *Corso di diritto commerciale. Società*, vol. 2, Bologna, 2005, 132.

### **legislatore, punti critici e possibili attenuazioni.**

Alla luce di tutte queste riflessioni, non mancano voci che si spingano addirittura a sostenere, anche all'indomani della novella del 2003, che l'interpretazione del dato letterale dell'art. 2370 c.c. non porti ad un risultato così inequivocabile, ma anzi, sulla base di considerazioni di sistema, affermano che il diritto di intervento dovrebbe essere consentito a tutti i titolari di azioni, indipendentemente dalla spettanza del diritto di voto, in tutti i casi in cui la loro partecipazione all'adunanza possa contribuire a una migliore realizzazione dei loro interessi: se si prende in considerazione l'emblematico caso in cui al socio, a fronte della menomazione in punto di diritto al voto, sia attribuito un qualche beneficio di natura patrimoniale, appare, infatti, difficile negare che esista un interesse effettivo a partecipare all'assemblea che approva il bilancio e decide sulla distribuzione degli utili; ancora, gli autori che propongono questa ricostruzione aggiungono che, in generale, avendo i soci privi del diritto di voto pur sempre il diritto residuale al risarcimento del danno, in luogo di quello reale all'impugnazione della delibera, avrebbero comunque un qualche interesse a partecipare al dibattito per meglio poter formulare e motivare le loro eventuali domande in sede contenziosa<sup>276</sup>.

Pur non negando la ragionevolezza di dette opinioni, l'attuale formulazione letterale della norma pare non poter lasciare spazio ad interpretazioni estensive se non, in qualche modo, addirittura elusive della scelta legislativa, che attribuiscono, nel silenzio dello statuto, la possibilità di intervenire in assemblea a soggetti non legittimati al voto. Di conseguenza, si dovrà ritenere che ai soci del tutto privi di *voice* la partecipazione all'assemblea sarà sempre preclusa<sup>277</sup>; avranno, invece, un diritto

---

<sup>276</sup> D. FICO, B. GORI, *L'assemblea nelle società di capitali. Competenze e funzionamento dell'organo assembleare alla luce della riforma del diritto societario*, Milano, 2003, 54; P. FIORIO, *Sub art. 2370 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*, a cura di G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, vol. I, Bologna, 2004, 536.

<sup>277</sup> N. ABRIANI N., *L'assemblea*, in *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, vol. IV, t. 1, Padova, 2010, 433 ss.; MONTAGNANI C., *Sub art. 2370 c.c.*, in *Società di capitali. Commentario*, vol. 1, a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 495 ss.; D.U. SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario. Autonomia privata e norme imperative nei DD.Lgs.17 gennaio 2003*,

ad un intervento limitato quei soci il cui voto sia parimenti attribuito solo su determinati argomenti, che potranno dunque prendere parte alle (sole) assemblee convocate per deliberare in merito a quelli; rimane, invece, più dubbia la posizione di quei soci che scontino una limitazione del diritto di voto generale, e quindi non delimitata per materia, ma solo temporanea e, quindi, non destinata a rimanere tale per tutta la vita della società: non mancano, infatti, opinioni dottrinali che propendano, in questa precisa situazione, per la spettanza di tutti i diritti sociali di carattere amministrativo<sup>278</sup>.

È proprio questa affermazione che induce a riflettere sull'applicazione dell'art. 2370 c.c. alle azioni con voto sottoposto a condizione, specie qualora questa sia costruita come intermittente, proprio in ragione della temporaneità ed instabilità della privazione del voto cui detti titoli sono sottoposti.

E così, in primo luogo, seguendo la *ratio* della norma, ed in coerenza con quanto già affermato con riferimento alla contigua ipotesi del voto limitato a determinati argomenti, non pare potersi negare il diritto di intervento ai soci il cui voto è condizionato ad un evento, quando l'assemblea o la materia da discutere integrino il verificarsi della condizione<sup>279</sup>.

Di là da questo peculiare caso di trattazione in assemblea di tematiche relative all'evento stesso, torna a porsi, in tema di voto condizionato, l'interrogativo che percorre, come un *fil rouge*, tutto lo sviluppo del presente lavoro, che si sostanzia nella necessità di chiarire la natura giuridica della privazione del diritto di voto: in altre parole, dunque, occorre stabilire se il titolo con voto sottoposto a condizione

---

*nn. 5 e 6*, Milano, 2003, 111; G.F. Campobasso, *Diritto commerciale*, 2, *Diritto delle società*, Torino, 2015, 325; M. Stella Richter jr., *Sub art. 2370*, cit., 937.

<sup>278</sup> Cfr. G. D'ATTORRE, *Opa obbligatoria statutaria e sospensione del diritto di voto*, in *Giur. comm.*, I, 2008, 699 ss; V. SALAFIA, *L'intervento nell'assemblea della S.p.A. e della S.r.l.*, in *Soc.*, 2004, 677. *Contra* V. SANTORO, *Sub art. 2351*, in *La riforma delle società. Commentario del D.Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, I, Torino, 2003, 149.

<sup>279</sup> Rifacendosi alla classificazione teleologica operata nel capitolo precedente, pare possa farsi esemplificativamente riferimento alle condizioni c.d. compensative in qualche modo legate alla distribuzione dell'utile, specie se maggiorato o privilegiato, o a quelle *latu sensu* impiegate come misure antisalata.

sospensiva sia stabilmente sprovvisto del diritto di voto (e, dunque, non lo contenga nella sua dotazione di prerogative di natura amministrativa) o se, al contrario, la privazione del potere di *voice* comporti solamente un limite all'esercizio del diritto che è, però, in potenza già contenuto nel titolo; e se finora dare risposta a questo quesito poteva apparire un mero esercizio teorico, quest'ultima parte dello studio, dedicata alle ricadute disciplinari, ne evidenzia la rilevanza anche pratica. Infatti, posto che la dottrina pressoché unanime pare concordare sull'assunto secondo il quale, in situazioni di temporanea mancanza del voto, il diritto di intervento spetti solo nella circostanza in cui il socio sia effettivamente titolare del diritto, ma sconti una situazione di mera carenza di legittimazione al suo esercizio<sup>280</sup>, se si propendesse per la seconda delle due ricostruzioni appena proposte, si dovrebbe concludere che la partecipazione all'assemblea deve essere garantita ad ogni azionista che sia momentaneamente sfornito del voto in ragione di una condizione sospensiva, ragionevolmente suscettibile di avverarsi.

Proprio le classificazioni teleologica e funzionale proposte nel secondo capitolo della ricerca fungono, allora, da supporto per affermare che la risposta potrebbe potenzialmente dipendere dalle concrete modalità di strutturazione della condizione: e così, se quelle condizioni sospensive che sono suscettibili di realizzarsi *una tantum* (è il caso, ad esempio, del conseguimento di una abilitazione professionale) creano effettivamente un sistema di voto sottoproporzionale, che dà origine a una situazione di (più) stabile privazione del diritto di *voice*, equiparabile a quella delle azioni senza voto, diverso discorso vale per i casi di condizione intermittente (per tutti, si pensi alla privazione del voto per la violazione di un divieto di concorrenza e al suo successivo risorgere al cessare dell'infrazione), che sono ipotesi di mera sospensione della legittimazione al suo esercizio. E così, mentre le azioni con condizione "*una tantum*" dovrebbero essere escluse anche dalla partecipazione all'assemblea, conclusione opposta dovrebbe raggiungersi per quelle sottoposte ad una condizione intermittente.

Caso emblematico ed interessante banco di prova di detta ricostruzione pare

---

<sup>280</sup> P. FIORIO, Sub *art. 2370 c.c.*, cit., 537.

essere il caso del socio in mora nel versamento dei conferimenti, il cui voto sia sospeso in forza dell'art. 2344 c.c.: si tratta, infatti, di un tipico caso di limitazione generale, quindi che travolge il potere di voto qualunque sia l'oggetto della delibera, ma temporanea, posto che, pur nel silenzio della norma, pare ragionevole ritenere che, qualora il socio provveda poi ad un adempimento tardivo, il limite imposto all'esercizio del suo diritto di voto dovrebbe cadere<sup>281</sup>; ancora, si versa precisamente nell'ipotesi di cui si faceva menzione poc'anzi, in cui il titolo azionario non sia in radice privo del voto, e quindi il socio conserva la titolarità del diritto, ma detto diritto non sarà semplicemente "fruibile" in ragione di un mero difetto di legittimazione ad esercitarlo. Nulla disponendo la norma quanto agli altri diritti sociali diversi dal voto, se nessun dubbio pare potersi sollevare sulla spettanza di quelli patrimoniali, la dottrina appare divisa per quanto concerne quelli di natura amministrativa ed, in particolare, le posizioni di maggiore incertezza riguardano proprio il diritto di intervento: così, taluni ritengono che, essendo la *ratio* della norma di ispirazione essenzialmente sanzionatoria dell'azionista inadempiente, in coerenza con ciò dovrebbero essere paralizzati anche gli altri diritti sociali ed, in particolare, non dovrebbe essergli concesso di partecipare all'assemblea<sup>282</sup>; altra parte della

---

<sup>281</sup> Vero è che la possibilità per il socio di adempiere tardivamente e, quindi, a seguito della messa in mora, potrebbe ridursi ad ipotesi quasi di scuola, se si considera che, a seguito di quest'atto, si ritiene oggi che gli amministratori abbiano un vero e proprio obbligo di agire tempestivamente per il recupero di quanto ancora dovuto, o tramite l'azione ordinaria di adempimento o tramite l'offerta in opzione delle azioni degli altri soci al socio moroso: in questo senso, cfr. ad esempio M. EREDE, *Sub art. 2344*, in *Costituzione-Conferimenti*, a cura di M. NOTARI, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2007, 448 e F. TASSINARI, *Sub art. 2344*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2005, I, 152. Vero è anche, tuttavia, che entrambe le strade comportano un procedimento non immediato, che potrà ben essere (utilmente) interrotto dal saldo, pur tardivo, dell'azionista moroso: in tal senso sempre M. EREDE, *Sub art. 2344*, cit., 476.

<sup>282</sup> In tal senso si esprime una parte della dottrina, cfr. R. LENER, *Intervento in assemblea e diritto di voto dopo la riforma delle S.P.A.*, in AA.VV., *Scritti in onore di Nicola Picardi*, vol. II, a cura di A. Briguglio, R. Martino, A. Panzarola, B. Sassani, Pisa, 2016, 1438 ss. ed invero, già pre-riforma, anche G. OPPO, *La sospensione legale del voto nelle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, I, 5.

dottrina sostiene, invece, che, se la norma impone la privazione del solo voto, detta pena non possa essere estesa sino a travolgere l'intera posizione amministrativa del socio "sanzionato"<sup>283</sup>, e quindi l'intervento (insieme con gli altri diritti amministrativi) dovrebbe spettare in tutti i casi in cui sia mantenuta la titolarità del diritto di voto, pur essendone poi materialmente limitato l'esercizio<sup>284</sup>.

A sostegno di questa seconda ricostruzione milita la considerazione per cui le azioni del socio moroso con voto sospeso vanno computate per il raggiungimento del *quorum* costitutivo<sup>285</sup>: quest'ultimo si distingue, infatti, dal *quorum* deliberativo proprio perché, se nell'uno sono compresi tutti i soggetti che concorrono alla valida costituzione dell'assemblea, avendo diritto ad intervenire, il secondo, essendo volto a misurare la percentuale necessaria ad adottare una delibera, non può che avere come base di calcolo la totalità dei (soli) soci cui spetta il voto. Se ancora ciò non bastasse, non sembra incongruo il richiamo ad un'altra ipotesi già qualificata come caso peculiare di voto sottoposto a condizione, ossia quella del tetto di voto<sup>286</sup>: in questo caso è ancor più pacifica la spettanza del diritto di intervento ed il conseguente conteggio delle azioni pur temporaneamente prive del voto a formare il *quorum* costitutivo.

Insomma, tutte queste ipotesi parrebbero poter supportare una interpretazione volta a garantire il diritto di intervento anche ai soci con voto sottoposto a condizione intermittente, in ragione del fatto che la carenza del loro voto non pare avere gli stessi caratteri istituzionali di quelle che ne sono stabilmente prive; a maggior ragione, poi, se si conclude per la spettanza del diritto di intervento per il socio

---

<sup>283</sup> A. PATRONI GRIFFI, *L'intervento all'assemblea delle azioni a voto limitato*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1967, I, 384.

<sup>284</sup> E. CIVERRA, *Società di capitali e posizione del socio*, Milano, 2010, 92.

<sup>285</sup> R. SACCHI, *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. Profili procedurali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e da G.B. Portale, vol. 3, t. 1, Torino, 1994, 245; F. OLIVIERO, *L'autonomia statutaria nella nuova disciplina dell'assemblea della società per azioni*, in *Riv. not.*, 2003, 872; F. CORSI, *Le nuove società di capitali*, Milano, 2003, 47; F. FERRARA JR., F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2011, 545.

<sup>286</sup> Cfr. per tutti G.P. LA SALA, *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, 2011, *passim* e G.A. RESCIO, *Tetti di voto*, cit., 247 ss.

moroso *ex art.* 2344 c.c., al quale, invece, avrebbe più senso negarlo in ragione della riferita ottica punitiva della norma, allora a maggior ragione andrebbe ammesso anche per gli azionisti con voto sottoposto a condizione, che tale sanzione di inadempienza non (sempre) si trovano a subire.

Rimane, tuttavia, il fatto che (soprattutto ove si volesse qualificare comunque la condizione come una fattispecie di radicale carenza della titolarità stessa del diritto di voto), l'interpretazione ora proposta, per quanto paia non mancare di ragionevolezza, né di fondati argomenti a sostegno, si pone comunque in aperta forzatura del dettato normativo dell'art. 2370 c.c., che pare oggi piuttosto stringente.

Volendo, dunque, proporre una soluzione più aderente alla lettera della norma, si potrebbe comunque tentare di salvaguardare la peculiare posizione di aspettativa in cui versa il "socio condizionato", consentendogli quantomeno di poter assistere, e, quindi semplicemente di prendere parte all'assemblea, senza ulteriore facoltà di intervenire attivamente nel dibattito che in essa si svolge: per la maggioranza della dottrina, infatti, quando si discute di "intervento" si fa riferimento ad un diritto che ricomprende quello di partecipare alla discussione assembleare<sup>287</sup>; la semplice presenza "passiva" all'adunanza, dunque, rispetterebbe tecnicamente la preclusione imposta dall'art. 2370 c.c. per tutti i soci privi del voto.

Tale differenziazione non pare priva di rilevanza se solo si vogliono considerare,

---

<sup>287</sup> Non sembra potersi negare, infatti, che, quando si discute della fase di svolgimento della riunione assembleare, si possano individuare due distinti e separati diritti: uno è quello di intervenire, inteso come semplice diritto di presenziare all'assemblea; l'altro è quello di partecipare attivamente alla discussione. Su tale distinzione cfr. A. MIGNOLI, *Piccoli problemi: giornalisti in assemblea*, in *Riv. soc.*, 1980, 889 ss. Alla luce del sistema riformato, pare allora coerente che sia impedito ai soci senza voto di intervenire, se si considera che la dottrina con "intervenire" non intende mai il mero presenziare, bensì la partecipazione attiva allo svolgimento dei lavori. Cfr. D.U. SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario. Autonomia privata e norme imperative nei DD.Lgs.17 gennaio 2003, nn. 5 e 6*, Milano, 2003, 111; F. MURINO, *Sub art. 2370 c.c.*, in *Codice commentato delle s.p.a.*, diretto da G. Fauceglia, G. Schiano Di Pepe, Torino, 2007, vol. 1, 414. Ed infatti, la possibilità di partecipare alla discussione ed influenzare, così, le scelte della società è argomento che viene usato a sostegno della teoria dell'attenuazione del principio di collegialità che risulta dalla novella del 2003, attenuazione della quale non avrebbe senso nemmeno discutere se l'intervento fosse relegato al ruolo di passiva presenza all'adunanza.

da un lato, la rilevanza ormai ridotta che il dibattito in adunanza assume in certe circostanze, in cui le determinazioni sono sostanzialmente già concordate altrove<sup>288</sup>, e, dall'altro, il patrimonio informativo più completo che il soggetto che pure assiste semplicemente alla discussione può acquisire: così, si ribadisce, il socio con diritto di voto sottoposto a condizione sarà costantemente nel possesso di una informazione quanto più possibile completa e sarà in grado, al verificarsi dell'evento, di esprimere il proprio voto in maniera più consapevole; ciò vale, a maggior ragione, quando la condizione abbia carattere intermittente, posto che la spettanza del diritto di *voice* potrà variare di assemblea in assemblea.

E infatti, se è vero che la scelta di consentire che il voto sia espresso per corrispondenza potrebbe di primo acchito suggerire una implicita svalutazione dell'utilità di intervenire in assemblea, anche a fini meramente informativi, bisogna altresì considerare tenere in conto due aspetti: da un lato, l'introduzione di detta modalità di manifestazione del consenso appare più che altro volta a permettere anche a soggetti impossibilitati a presenziare, fisicamente o per via telematica, all'adunanza di esercitare comunque il voto, favorendo, in ultima analisi, l'attivismo dei soci; dall'altro, che una cosa è lasciare che soggetti, a cui in principio spetta un diritto, siano liberi di disporre autonomamente, anche qualora ciò comportasse una volontaria menomazione delle loro prerogative, altra cosa è privare *ab origine* un socio, potenzialmente interessato, di un diritto ritenuto rilevante.

È, infatti, anzitutto la dottrina che, a più riprese ed esprimendosi su temi contigui, ma tra loro differenti, tende a confermare che la qualità dell'informazione acquisibile in assemblea pare essere superiore a quella derivata e che si può trarre dal contenuto dell'avviso di convocazione, prima, e del verbale, poi: si ritiene, infatti, che, in generale, la possibilità di presenziare all'assemblea è la modalità che più di tutte garantisce la parità di trattamento tra i soci<sup>289</sup>; di più, vi è chi sostiene che

---

<sup>288</sup> Vd. nt. 275.

<sup>289</sup> Conferma tale opinione G.A. RESCIO, *L'assemblea della public company*, cit., 1375, il quale ritiene che «il semplice collegamento via audio arrecherebbe una grave menomazione, intollerabile alla luce del principio di parità di trattamento, per gli intervenuti costretti a servirsi del solo senso

l'informazione resa attraverso strumenti telematici sia una informazione standardizzata, spesso rigida e di qualità inferiore all'informazione acquisibile in fase di dibattito assembleare<sup>290</sup>; altri, infine, con particolare attenzione alle società aperte,

---

*dell'udito per seguire il dibattito e ad essere privati della percezione dei contegni e comportamenti silenziosi, spesso più espressivi di molte dichiarazioni.».*

<sup>290</sup> Detta dottrina riteneva, quindi, che quel diritto ad una informazione completa potesse essere ripristinato in fase preassembleare. Sul punto, cfr. T. ASCARELLI, *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 19 ss.; E. PEDERZINI, *Intervento del socio mediante mezzi di telecomunicazione e democrazia assembleare*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 105.

È, tuttavia, appena il caso di far notare che, in realtà, neppure una informazione preassembleare fornita in fase di convocazione, per quanto completa, è sempre utile a colmare il *gap* derivante dalla carenza del diritto di intervenire all'assemblea. E infatti, non paiono potersi riscontrare nelle norme indici contrari alla necessità di inviare l'avviso di convocazione a tutti i soci, pure se sprovvisti del diritto di voto, proprio in ragione della necessità di informarli dello svolgimento dell'assemblea e degli argomenti in essa in discussione e, a contrario della carenza di qualsivoglia onere od obbligo in capo al socio di un continuo e quotidiano monitoraggio dei libri sociali e/o del registro imprese per verificare se sia riunita un'assemblea e su cosa essa abbia deliberato (C.A. BUSI, *Assemblea e decisioni dei soci*, cit., 279); qualora, però, tale avviso non sia inviato, pur trattandosi di vizio molto grave che potrebbe comportare addirittura la nullità radicale della delibera ai sensi dell'art. 2379 c.c., la legge stessa prevede una sanatoria, che si risolve nello svolgimento di una assemblea totalitaria (art. 2366, c. 4 c.c.). Chi effettivamente siano i soggetti che devono essere presenti perché l'assemblea si possa considerare "totalitaria" è a sua volta argomento dibattuto: se, infatti, la lettera della norma fa riferimento a "l'intero capitale", suggerendo l'idea che debbano essere presenti tutti gli azionisti indipendentemente dai diritti loro spettanti, aggiunge anche che ogni socio presente avrà diritto di opporsi alla discussione degli argomenti su cui non si ritiene sufficientemente informato, con la conseguenza che in questo caso anche i soci privi del diritto di voto avrebbero la facoltà di partecipare al dibattito, espressamente esclusa dall'art. 2370 c.c. Vi è allora, chi sostiene che l'assemblea sia validamente costituita come totalitaria qualora vi partecipino tutti i soggetti titolari del diritto di intervento e, quindi, legittimati al voto su una qualsiasi delibera (in tal senso cfr. V. SALAFIA, *L'intervento nell'assemblea della S.p.A. e della S.r.l.*, in *Soc.*, 2004, 677; N. DE LUCA, *Sub art. 2366*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Milano, 2016, vol. I, 895 ss.): così, sicuramente dovranno essere presenti sia gli azionisti con voto pieno, che quello titolari di un voto limitato per argomento poiché, mancando la convocazione e, quindi, l'ordine del giorno, non sarebbe dato sapere se effettivamente essi sarebbero o meno stati legittimati all'intervento; opposto discorso vale, invece, per i soci senza voto o a voto condizionato. Anche in questo caso si finirebbe per giungere ad una situazione paradossale in cui a questi ultimi soggetti sarebbe precluso l'accesso a qualsiasi tipo di informazione, se non quella post-assembleare che deriva dal verbale, il quale però non saprebbero nemmeno

qualificano l'assemblea come luogo deputato proprio alla comunicazione di informazioni privilegiate agli azionisti, ancor prima che luogo di formazione della volontà assembleare<sup>291</sup>. Insomma, secondo questa visione, se sicuramente il diritto di intervento è legato a quello di voto, occorre non trascurare nemmeno le sue implicazioni rispetto al diverso diritto all'informazione, che rimane un interesse individuale per così dire esterno al procedimento di (regolare) formazione della volontà assembleare e della delibera<sup>292</sup>.

L'esigenza di poter presenziare, si ribadisce, si fa, poi, ancor più stringente quando la discussione assembleare verta su di un argomento che coinvolge, direttamente o indirettamente, uno dei diritti inclusi nei titoli azionari assegnati a tutti i soci, o ad un gruppo di essi: così, per fare un esempio concreto relativo al voto sottoposto a condizione, pare evidente che, qualora l'evento cui è subordinato l'ottenimento del voto sia legato all'approvazione del bilancio o alla distribuzione di utili, vi è un interesse rilevante quantomeno a presenziare all'adunanza che di detta approvazione si occupi; trattandosi, tra l'altro, di un caso in cui il *vulnus* arrecato alle prerogative del socio non sia diretto, ma solo riflesso, egli non avrebbe accesso a nessuna delle tutele reali demolitorie del diritto societario, che si individuano ora nell'intervento ed eventuale veto dell'assemblea speciale, in presenza di una categoria di azioni, di cui all'art. 2376 c.c. e nell'impugnazione della delibera *ex artt.* 2377 ss. c.c.<sup>293</sup>.

---

essere stato depositato (non essendo in principio edotti dello svolgimento dell'assemblea stessa), in assenza, appunto, di un onere periodico di controllo al registro delle imprese.

<sup>291</sup> R. LENER, *Intervento in assemblea e diritto di voto dopo la riforma delle S.P.A.*, in AA.VV., *Scritti in onore di Nicola Picardi*, vol. II, a cura di A. Briguglio, R. Martino, A. Panzarola, B. Sassani, Pisa, 2016, 1433 ss.

<sup>292</sup> C. ANGELICI, *Le azioni*, in *Il codice civile. Commentario*, diretto da P. Schlesinger, Milano, 1992, 166 ss.

<sup>293</sup> Nel caso concreto che si è preso ad esempio, infatti, non solo un socio privo di voto ma con privilegio sugli utili non potrebbe intervenire in un dibattito che, in sede di approvazione del bilancio, prenda decisioni proprio in merito alla distribuzione stessa dell'utile ma, non potendo nemmeno assistere all'adunanza, potrebbe essere privo del patrimonio informativo utile a sostenere in maniera efficace perlomeno l'azione giudiziale risarcitoria, che rimane l'unico rimedio residuale disponibile.

Negare quantomeno la facoltà di intervento passivo all'adunanza sembra, poi, vieppiù irragionevole se si considera che essa è pacificamente concessa ad un nutrito numero di soggetti che non solo non sono legittimati al voto, ma nemmeno hanno la qualità di socio: possono, infatti, presenziare gli amministratori o i consiglieri di gestione, il rappresentante comune degli obbligazionisti (art. 2418, c. 1 c.c.) o dei possessori di strumenti finanziari di partecipazione ad un singolo affare, per il quale sia stato costituito un patrimonio destinato (art. 2447-*octies*, c. 3 c.c.), il rappresentante degli azionisti di risparmio (art. 147, c. 3 TUF), nonché eventuali funzionari di autorità di vigilanza al cui controllo la società sia sottoposta; in aggiunta, il presidente dell'assemblea potrà ammettere anche altri soggetti che abbiano un comprovato interesse, quali ad esempio dirigenti o consulenti della società, analisti finanziari o giornalisti specializzati<sup>294</sup>. Sulla base di ciò, dunque, parrebbe equilibrata una soluzione secondo la quale il presidente dell'assemblea riconoscesse la facoltà di prendere parte all'assemblea, senza poter partecipare al dibattito, a tutti i soci che, pur privi del voto, ne facessero richiesta, dimostrando di essere portatori di un interesse rilevante; e quale sia quello sotteso alla posizione di aspettativa del socio "condizionato" è già stato chiarito nelle fasi precedenti del presente studio.

*Nulla quaestio*, invece, sulla possibilità di attribuire diritto in maniera pattizia, e quindi sia nella sua dimensione più completa di intervento e partecipazione al dibattito o nel più ristretto senso della mera facoltà di assistere senza prendere la parola<sup>295</sup>. A conferma di ciò si pongono anzitutto le norme che consentono di

---

<sup>294</sup> Cfr. P. MARCHETTI, *Intervento in assemblea*, in *Contr. e impr.*, 1986, 992 ss.; R. SACCHI, *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. Profili procedurali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e da G.B. Portale, vol. 3, t. 1, Torino, 1994, 246; C. MONTAGNANI, *Sub art. 2370*, in *Società di capitali. Commentario*, vol. 1, a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 497 ss.; R. LENER, *L'intervento in assemblea*, in *Società per azioni. L'assemblea*, in *Trattato di diritto commerciale*, fondato da V. Buonocore e diretto da R. Costi, Torino, 2012, 100 ss.

<sup>295</sup> Cfr. P. MARCHETTI, *Conversione automatica al momento della quotazione di azioni di altra categoria in azioni di risparmio: uno statuto*, in *Riv. soc.*, 1984, 1042 ss. nell'analizzare un caso specifico di azioni di risparmio convertibili in ordinarie specifica che lo statuto, in deroga a quanto normalmente previsto per le azioni di risparmio, consente ai detentori di detti titoli il diritto ad intervenire in assemblea. Cfr. anche F. PICONE, *Diritti diversi e categorie di azioni*, in

assegnare, ai titolari di strumenti finanziari, diritti di partecipazione o di voto (cfr. artt. 2346, c. 6 e 2349 c. 2 c.c.): e infatti, se si riconosce la possibilità di attribuire un diritto di intervento in assemblea generale a soggetti non azionisti, ma meri possessori di strumenti finanziari, apparirebbe paradossale negare la possibilità di attribuire per via statutaria il medesimo diritto ai soci, pur privi del diritto di voto. E, a chiusura della trattazione, sembra ancora una volta utile segnalare che è la stessa dottrina a giustificare la possibilità di attribuirlo per via statutaria, sostenendo che il diritto di partecipare all'assemblea è funzionale al monitoraggio diretto dell'andamento della società, «*superando i problemi di opacità ed asimmetria informativa*» che si riscontrano in assenza di tale diritto<sup>296</sup>.

## **2.2. Gli altri diritti amministrativi.**

Pacifico essendo, per tutti i motivi poc'anzi illustrati, che il diritto di intervento di cui all'art. 2370 c.c. rimane il più interessante e controverso, per quanto specificamente concerne la posizione del socio con voto sottoposto a condizione, appare comunque utile passare in rassegna anche tutti gli altri diritti che concorrono a costruire la "posizione amministrativa" dell'azionista e che sono, dunque, in qualche modo collegati al diritto di *voce*.

Procedendo con ordine, il diritto di richiedere la convocazione dell'assemblea da parte dei soci, di cui all'art. 2367 c.c., è legato al raggiungimento di una data aliquota di capitale, stabilita dal legislatore nel decimo del capitale sociale per le società chiuse e nel ventesimo per quelle che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio; resta da stabilire chi siano i soci effettivamente legittimati a concorrere al conseguimento di detta percentuale. La dottrina ritiene che «*il diritto di richiedere la convocazione dell'assemblea compete logicamente a coloro i quali abbiano diritto ad intervenire nella stessa*»<sup>297</sup> e che, dunque, le aliquote di capitale siano da calcolarsi, in ragione

---

*Riv. dir. comm.*, 2003, I, 769 ss.; F. OLIVIERO, *L'autonomia statutaria nella nuova disciplina dell'assemblea*, cit., 873; F. MURINO, *Sub art. 2370 c.c.*, cit., 416.

<sup>296</sup> C.A. BUSI, *Assemblea e decisioni dei soci*, cit., 744.

<sup>297</sup> Così si esprime., N. DE LUCA, *Sub art. 2367 c.c.*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Milano, 2016, vol. I, 899; P. MARCHETTI, *Sub art. 2367 c.c.*, in

dell'equivalenza tra spettanza dell'intervento e spettanza del voto imposta dall'art. 2370 c.c.<sup>298</sup>, sulla base delle azioni che attribuiscono diritto di voto in relazione alle materie per cui la convocazione è richiesta. Tale affermazione pare poter essere perlomeno, oggetto, di una più attenta riflessione: anzitutto, il testo della norma di cui all'art. 2367 c.c. si limita, in questo caso, ad indicare mere aliquote di capitale al raggiungimento delle quali si potrà esercitare il diritto, senza operare alcun *discrimen* tra i tipi di azioni da cui il capitale stesso è composto<sup>299</sup>; di conseguenza, sarà cura dell'interprete stabilire se sia opportuno attenersi in maniera formalistica al dettato normativo o affinare una soluzione sulla base della considerazione sistematica di altre norme.

Orbene, se già un'interpretazione restrittiva del dato normativo appare

---

*Assemblea*, a cura di A. Picciau, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 74; C. MONTAGNANI, *Sub art. 2367 c.c.*, in *Società di Capitali. Commentario*, vol. 1, a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 482.

<sup>298</sup> Tale assunto è già stato fatto oggetto di ampia disamina nel precedente par. 2.1. del presente capitolo.

<sup>299</sup> Introdurre una simile distinzione per via interpretativa pare, allora, piuttosto discutibile, specie in ragione del fatto che, in diverse altre circostanze, è il legislatore stesso che specifica quali azioni non vadano computate per il raggiungimento di determinati *quorum* o aliquote di capitale (Cfr. A. BLANDINI, in *Le azioni a voto limitato*, cit., 479): esempi sono l'art. 2368 c.c. che, al comma 3, specifica che salvo diversa disposizione di legge le azioni per le quali non può essere esercitato il diritto di voto sono computate ai fini della regolare costituzione dell'assemblea e che le medesime azioni e quelle per le quali il diritto di voto non è stato esercitato, a seguito della dichiarazione del soggetto al quale spetta il diritto di voto di astenersi per conflitto di interessi, non sono computate ai fini del calcolo della maggioranza e della quota di capitale richiesta per l'approvazione della delibera; l'art. 2377 c.c., che precisa che le delibere dell'assemblea che non sono prese in conformità della legge o dello statuto possono essere impugnate solo dai soci assenti, dissenzienti o astenuti e che per il raggiungimento dell'aliquota del 5% necessaria a promuovere l'impugnazione debbono essere computate solo le azioni aventi diritto di voto con riferimento alla delibera che si assume viziata; ancora, il recente art. 127-*quinquies* TUF, al comma 8, chiarisce che, se lo statuto non dispone diversamente, la maggiorazione del diritto di voto si computa anche per la determinazione dei *quorum* costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale e che la maggiorazione non ha, invece, effetto sui diritti, diversi dal voto, spettanti in forza del possesso di determinate aliquote di capitale.

quantomeno criticabile<sup>300</sup>, non è così chiaro, in questo caso, nemmeno su cosa si fonderebbe quella logica corrispondenza biunivoca tra diritto di richiedere la convocazione dell'assemblea e diritto di intervenire (e votare)<sup>301</sup>. Argomentando *a contrario*, infatti, non pare irragionevole immaginare che esistano degli scenari in cui ogni socio, indipendentemente dalla possibilità di influenzare la successiva scelta della società mediante il proprio contributo al dibattito assembleare e, poi, più fattivamente, con l'espressione del voto, abbia interesse a che la società discuta di determinati argomenti: si pensi, ad esempio, ad una proposta di modifica dell'oggetto sociale che renderebbe la società più competitiva nel mercato in cui si trova ad operare, risultato dal quale trarrebbero beneficio, in termini di miglioramento del rendimento economico, tutti i soci, e non solo quelli titolari di un diritto di *voice*. Questa considerazione pare, poi, foriera di ulteriori implicazioni se si viene allo specifico oggetto della presente ricerca, ossia al caso in cui vi siano delle azioni il cui voto sia subordinato ad una condizione strutturata in modo tale che il diritto non si acquisti (o perda) automaticamente alla realizzazione di un evento, ma sia necessaria un'attività ulteriore di un organo assembleare e, in particolare, dell'assemblea: è il caso, ad esempio, della sospensione statutaria del diritto di voto

---

<sup>300</sup> Si veda la nota precedente.

<sup>301</sup> È ancora A. BLANDINI, in *Le azioni a voto limitato*, cit., 478 ss. che ritiene che questa posizione derivi dal fatto che la disciplina originaria, contenuta nella L. n. 216 del 7 giugno 1974, della prima rilevante categoria di azioni prive del voto regolamentata dal legislatore, ossia le azioni di risparmio emesse da società quotate, escludeva espressamente la spettanza del diritto di richiedere la convocazione dell'assemblea, anche se poi detta preclusione non è stata riprodotta nel TUF; l'autore, tuttavia, trattando della diversa categoria delle azioni a voto limitato, conclude per la posizione permissiva e non, come sarebbe ovvio, argomentando che ad essi spetta il diritto di richiedere la convocazione dell'assemblea con riferimento ai soli argomenti sui quali ha anche diritto voto: sostiene, anzi, da un lato, che «non esiste con riferimento all'ipotesi di cui all'art. 2367 alcuna previsione che limiti questo diritto ai soli soci aventi diritto di voto» e, dall'altro, che se si aderisse alla contraria interpretazione restrittiva «si realizzerebbe in tal modo un - ingiustificato - innalzamento dei quorum necessari per la convocazione, atteso che, a differenza di quanto stabilito per le azioni di risparmio, non è previsto che le azioni a voto limitato non vadano computate nel quorum del 10% del capitale». Questa ricostruzione pare condivisibile e, in aggiunta alle considerazioni che si faranno oltre, certamente valevole anche per le azioni con voto sottoposto a condizione.

del socio che versi in concorrenza con la società, il quale avrà tutto l'interesse a richiedere, qualora ritenga che tale situazione di concorrenza sia cessata, che sia convocata una assemblea volta ad accertarlo, cosicché gli sia conseguentemente riconosciuta la riespansione del diritto di voto originariamente spettante.

Diversamente pare doversi argomentare per quanto concerne il diritto di richiedere il rinvio dell'assemblea *ex art. 2374 c.c.*: è, infatti, anzitutto il testo della norma che legittima all'avanzamento di tale richiesta i soci intervenuti che riuniscano un terzo del capitale rappresentato in assemblea. La scelta risulta chiara e condivisibile se solo si considera che questo diritto appare del tutto funzionale a quello di voto, essendo chiaramente finalizzato ad ottenere chiarimenti per poter decidere in maniera più consapevole se prestare o meno il proprio assenso all'approvazione della delibera<sup>302</sup>: del che, non sembra discutibile che gli azionisti senza voto non potranno richiedere il rinvio dell'assemblea, e nessuna differenziazione sul punto pare ragionevole né utile, in questa circostanza, qualora il voto del socio sia (solo) sottoposto a condizione sospensiva; anzi, si ritiene di precisare che, essendo appunto detto diritto strettamente legato a quello di voto, più che a quello di intervento, esso non dovrà essere riconosciuto comunque all'azionista condizionato anche qualora, in ragione dell'interpretazione proposta nel paragrafo precedente o, più pacificamente, in forza di una clausola statutaria, gli sia consentito di intervenire nelle adunanze sociali.

Pacifica è anche l'organizzazione in assemblee speciali *ex art. 2376 c.c.*<sup>303</sup>, ovviamente quando la condizione sia imposta ad una sola categoria di azioni; se,

---

<sup>302</sup> G. NICCOLINI, *In tema di rinvio dell'assemblea e di applicabilità dell'art. 2441 c.c. alla s.r.l. (in una postilla sui termini di convocazione dell'assemblea di s.r.l.)*, in *Riv. dir. civ.*, 1997, II, 598; F. LAURINI, *Sub art. 2374 c.c.*, in *Assemblea*, a cura di A. Picciau, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 209 ss.; F. MAGLIULO, *Sub art. 2374 c.c.*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, vol. 2, t. 1, diretto da F. D'Alessandro, Padova, 2010, 813; C.A. BUSI, *Assemblea e decisioni dei soci*, cit., 1021.

<sup>303</sup> In generale sull'istituto delle assemblee speciali si vedano A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960; P. GROSSO, *Categorie di azioni ed assemblee speciali. Il diritto italiano nel contesto comunitario*, Milano, 1999; C. COSTA, *Le assemblee speciali*, cit., 501 ss.

invece, essa gravasse su tutto il capitale chiaramente la tutela derivante dall'assemblea speciale non sarebbe più disponibile, rimanendo in capo ai soci, in caso di modifica dei diritti relativi ai loro titoli e, quindi, nel caso di specie, di mutamento dei termini della condizione, il solo rimedio rappresentato dal diritto di recesso, con eventuale domanda di risarcimento del danno<sup>304</sup>.

Venendo, poi, al diritto di impugnare le delibere assembleari, l'art. 2377 c.c. pare delineare lo stesso rapporto biunivoco con il diritto di voto che si è visto permeare la norma sull'intervento<sup>305</sup>: e infatti, legittimati ad agire in giudizio per domandare l'annullamento di una delibera contraria alle norme di legge o dello statuto sono i soci assenti, dissenzienti o astenuti, che siano titolari di azioni che conferiscono il diritto di voto nell'assemblea che ha emesso la delibera viziata e che rappresentino almeno il 5% del capitale nelle società chiuse (che si riduce all'uno per mille in quelle che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio).

Il potere di impugnare la delibera spetterà solo, dunque, a chi poteva astrattamente approvarla, ma non ha provveduto in tal senso: non spetta, quindi, a coloro che hanno espresso un voto favorevole ma, di là dai casi espressamente citati dalla norma ed in assenza di precise indicazioni in merito, pare spettare, invece, ai titolari di azioni con voto sospeso anche per quella specifica delibera<sup>306</sup>. Se questa

---

<sup>304</sup> Indubbio, infatti, che il presupposto di fatto per la configurazione del meccanismo di protezione delle assemblee speciali è costituito dalla presenza di una pluralità di categorie di azioni (pure due sono da ritenersi sufficienti) dotate di diritti diversi: così, *ex multis*, M. NOTARI, A. GIANNELLI, *Sub art. 2346, c. 6 c.c.*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 141; A. BERLOTTI, *Le competenze*, in *Assemblea e amministratori*, a cura di G. Cavalli, Torino, 2013, 11; A. ABU AWWAD, *Sub art. 2376 c.c.*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Milano, 2016, vol. I, 1032 ss.

<sup>305</sup> Sul rapporto tra diritto di voto e diritto all'impugnazione della delibera cfr. ad esempio G. COTTINO, *Diritto societario*, a cura di O. Cagnasso e con la collaborazione di A. Bertolotti, Padova, 2011, 387; B. LIBONATI, *Corso di diritto commerciale*, Milano, 2009, 412; F. CHIAPPETTA, *Sub art. 2377 c.c.*, in *Assemblea*, a cura di A. Picciau, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 279.

<sup>306</sup> F. FERRARA JR., F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2011, 511; F. GUERRIERI, *Sub art. 2377 c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, vol. 1, Padova, 2005, 535; R. LENER, *Sub art. 2377 c.c.*, in *Società di Capitali. Commentario*, vol. 1, a cura di G.

interpretazione appare condivisibile, non fa che confermare la posizione già assunta relativamente alla spettanza del diritto di intervento ai soci a voto sospeso: sembra, infatti, opportuno, che in tutti i casi in cui un soggetto sia legittimato ad impugnare una delibera, sia ancor prima ammesso alla partecipazione all'assemblea poiché, se è vero che le informazioni sulla discussione e la delibera possono essere acquisite tramite la consultazione del verbale depositato, è vero pure che questo documento è spesso piuttosto stringato ed apodittico, mentre la presenza fisica all'adunanza consente una consapevolezza maggiore quanto all'effettivo svolgimento della dinamica assembleare, funzionale anche ad avere tutti gli elementi utili a fondare la successiva eventuale domanda giudiziale<sup>307</sup>. Per raggiungere conclusioni quanto al voto sottoposto a condizione, allora, occorre procedere, anche in questo caso, seguendo il filone interpretativo che si è proposto già nelle fasi precedenti di questa trattazione e, quindi, richiamare la fondamentale distinzione tra carenza di titolarità del diritto di voto (da cui anche il diritto all'impugnazione viene fatto dipendere) o della sola legittimazione ad esercitarlo: del che, si dovrebbe concludere che, di là dalla pacifica spettanza di tutti i diritti amministrativi nelle circostanze in cui, in forza della realizzazione della condizione sospensiva, il voto del socio si atteggia come se fosse un voto pieno spettante ad una azione ordinaria, esso dovrebbe spettare anche in tutti quei casi in cui l'evento agisce sul voto con un meccanismo di tipo sospensivo (si vedano, ancora, gli esempi della condizione risolutiva imposta al voto in seguito alla violazione di un divieto statutario di concorrenza o la sua rinascita a causa della mancata corresponsione di un dividendo privilegiato), rendendo, di fatto, la sua spettanza "intermittente". Di là da queste considerazioni, resta comunque ferma la possibilità (riservata anche ai soci che, pur legittimati, non raggiungono la necessaria aliquota di capitale per impugnare la delibera) che i soci

---

Niccolini, A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 550; A. STAGNO D'ALCONTRES, *L'invalidità delle deliberazioni dell'assemblea di s.p.a. La nuova disciplina*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di P. Abbadessa, G.B. Portale vol. 2, Torino, 2006, 181.

<sup>307</sup> R. SACCHI, *L'Intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a: profili procedurali*, Torino, 1990, 25 ss.

privi del diritto di voto, stabilmente o in forza di un evento condizionante, possano promuovere quantomeno l'azione risarcitoria per i danni subiti a causa della delibera viziata, ai sensi del terzo comma dell'art. 2377 c.c.

In chiusura, non si può, però, non far menzione del fatto che, in questo contesto, la legge riconosce una peculiare e relevantissima possibilità alle sole società quotate: infatti, se, al pari delle società chiuse, gli azionisti privi del diritto di voto rimangono anche privi della legittimazione ad impugnare le delibere, la facoltà di promuovere l'azione di annullamento è però riconosciuta, insieme al diritto di assistere all'assemblea *ex art. 147, c. 3 TUF*, al rappresentante comune degli azionisti di risparmio; la dottrina ritiene, poi, che detto diritto vada riconosciuto per estensione a tutti i rappresentanti comuni di categorie speciali di azioni emesse dalle società quotate in mercati regolamentati<sup>308</sup> e, dunque, nell'ipotesi che sia presente anche una categoria di azioni con voto sottoposto a condizione, anche al rappresentante comune di questi.

Diverso discorso vale, infine, per gli altri strumenti di tutela che il sistema societario fornisce agli azionisti: così, si ritiene che, carenti contrarie indicazioni di legge, indipendentemente dalla spettanza del diritto di voto, ogni socio (e, quindi, anche il socio "condizionato", a prescindere dalla realizzazione dell'evento dedotto in condizione) possa concorrere al raggiungimento delle soglie richieste per la promozione dell'azione di responsabilità contro gli amministratori *ex artt. 2393 e 2393-bis c.c.* e, a maggior ragione, di quelle previste per la denuncia semplice e qualificata al collegio sindacale ai sensi dell'art. 2408 c.c. e della denuncia al tribunale *ex art. 2409 c.c.*<sup>309</sup>; tale soluzione sembra coerente a maggior ragione se si pone mente al fatto che, in mancanza di poteri di controllo ampi come quelli concessi al socio di s.r.l., queste facoltà paiono fornire strumenti di reazione adeguati, se non avverso

---

<sup>308</sup> C. PATRIARCA, *Sub art. 2377 c.c.*, in *Le società per azioni*, vol. I, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Milano, 2016, 1065.

<sup>309</sup> G. GIANNELLI, *Sub art. 2409 c.c.*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Milano, 2016, vol. I, 1751; R. BENCINI, *I sindaci tra denuncia di gravi irregolarità ed azione di responsabilità nei confronti degli amministratori*, in *Il collegio sindacale. Le nuove regole*, Milano, 2007, 471 ss.

delibere invalide che non si è contribuito ad approvare, quanto meno ad atti di *mala gestio* degli amministratori.

### **3. Realizzazione della condizione: “nuova categoria” e fattispecie di conversione (?)**

Occorre ora occuparsi del tema della “sorte” delle azioni di categoria al realizzarsi della condizione, domandandosi in particolare se, di là dall’acquisizione (o perdita) del diritto di voto, il verificarsi dell’evento importi (anche) dei cambiamenti nella struttura azionaria della società: non sfuggirà, infatti, che ci sono dei casi in cui, essendo la privazione (o spettanza) del diritto voto in dipendenza da un fattore condizionante l’unico diritto diverso che rende “speciale” una categoria di azioni, gli effetti della realizzazione dell’evento in nulla parrebbero differenziarsi da una fattispecie di conversione di titoli azionari.

Non pare di poco conto, allora, indagare sul rapporto tra i due istituti della condizione apposta al diritto di voto e della conversione azionaria, tanto più se si tiene conto del fatto che l’accostamento tra di essi è operato anche da certa dottrina. Vi è, infatti, chi fa osservare che, qualora la condizione apposta al diritto di voto abbia carattere non temporaneo, ma definitivo, le azioni acquireranno o perderanno in pianta stabile il diritto di voto, «*[i]l che potrebbe equivalere, se non rimangono altri “diritti diversi” a differenziare la categoria di azioni, ad una conversione automatica delle azioni a voto condizionato in azioni ordinarie o viceversa*»<sup>310</sup>; ancora, quanto al caso specifico delle azioni a voto plurimo, si ritiene che, oltre alla sua attribuzione stabile ad una categoria di (o a tutte le) azioni, sia ammissibile assoggettare il mantenimento della “maggiorazione” del voto ad una condizione risolutiva, al verificarsi della quale detto privilegio decade, con automatica conversione delle azioni di categoria in azioni ordinarie<sup>311</sup>. Non manca, infine, chi addirittura ritiene che «*le azioni con voto condizionato voteranno in assemblea generale una volta verificatasi la condizione e, se ad esse*

---

<sup>310</sup> Il riferimento è a M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi nella riforma delle società*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, Milano, 2003, 63.

<sup>311</sup> Così si esprime la CIRCOLARE ASSONIME 10/2015, in *Riv. soc.*, 2015, 488.

è così definitivamente attribuito il voto, cesseranno di essere una categoria speciale», mentre, al contrario «[n]on voteranno più nell'ipotesi di condizione risolutiva [...] e da quel momento diverranno categoria speciale»<sup>312</sup>. Non sfuggirà che tale soluzione comporta importanti (ed opinabili) ricadute in termini di tutele riservate agli azionisti: in particolare, se si aderisse alla ricostruzione per cui i titoli con voto sottoposto a condizione risolutiva divengono categoria solo una volta privati del voto al realizzarsi della condizione, ne conseguirebbe che essi non avrebbero accesso alla tutela dell'assemblea speciale di cui all'art. 2376 c.c. e che, quindi, gli altri soci sarebbero potenzialmente in grado di modificare liberamente l'evento da cui dipende la perdita del voto, ad esempio rendendone significativamente più facile la realizzazione. Inoltre, se così fosse, allora i titoli con voto sottoposto a condizione risolutiva (anche non intermittente) non andrebbero (pacificamente) conteggiati nel limite della metà del capitale sociale imposto per le azioni con voto sottoproporzionale dall'art. 2351, comma 2, c.c.<sup>313</sup>.

Al fine di valutare gli effettivi spazi di sovrapposibilità delle due ipotesi o, meglio, se ci siano delle circostanze in cui il realizzarsi dell'evento condizionante dia (automaticamente) origine ad un fenomeno di conversione delle azioni interessate, occorre anzitutto indagare su cosa debba intendersi per "conversione": infatti, carente una norma espressa, di carattere generale, volta a regolare la fattispecie nel nostro ordinamento<sup>314</sup>, il termine viene spesso utilizzato per descrivere una serie di

---

<sup>312</sup> Cfr. A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, 1296.

<sup>313</sup> Del tema si è già ampiamente discusso nel par. 3.2, cap. I al quale, pertanto, si rimanda.

<sup>314</sup> La conversione è, invece, disciplinata in relazione ad operazioni specifiche: così, essa trovava un primo spazio già nella L. 216 del 7 giugno 1974, che si occupava del caso della creazione di azioni di risparmio in seguito alla conversione di titoli azionari ordinari; a seguire, era disciplinata anche dalla L. 266 del 23 dicembre 2005 per il caso di emissione di azioni speciali ad opera delle società a partecipazione statale rilevante; è solo, però, con la riforma del 2003 che l'istituto fa il suo ingresso nella disciplina codicistica all'art. 2350, c. 2 c.c. che, nel regolamentare la categoria delle azioni correlate, ossia di quei titoli forniti di diritti patrimoniali correlati ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore, prevede che lo statuto possa stabilire preventivamente una serie regole e criteri, tra cui eventuali condizioni e modalità di conversione in azioni di altra categoria.

operazioni, anche diverse ed eterogenee tra loro.

Così, anzitutto, da un punto di vista strutturale, la conversione viene ora definita quale alterazione del contenuto dei diritti incorporati in titoli azionari già in circolazione o identificata con la deliberazione dell'assemblea straordinaria che, attraverso la modifica del contenuto dei diritti incorporati nei titoli azionari già in circolazione, ha come effetto la creazione, modificazione o estinzione di una categoria di azioni<sup>315</sup>; ora come operazione che importa la modifica del regime delle azioni in circolazione per effetto del passaggio di esse da una categoria ad un'altra, in seguito al quale, dunque, non si instaurano nuovi rapporti sociali (come, invece, accade nel caso di emissione di nuove azioni in sede di aumento del capitale), ma semplicemente si modificano le regole sottostanti a rapporti già esistenti<sup>316</sup>. Tutte queste definizioni, se sintetizzate in base ai loro caratteri comuni, paiono poter condurre a concludere che dal realizzarsi della fattispecie della conversione di titoli azionari da una categoria a un'altra discenda un'alterazione dello *status socii* dei soggetti coinvolti e, per l'effetto, una modifica della struttura azionaria stessa della società: il capitale sociale, infatti, nel caso di conversione di azioni ordinarie in azioni di categoria, verrà ad essere composto da titoli eterogenei tra loro, con tutte le conseguenze che ne derivano in punto, per esempio, di necessità di assicurare l'eguaglianza relativa all'interno di ogni singola categoria (art. 2348 c.c.) o il rispetto del limite della metà del capitale sociale per le azioni con voto depotenziato (art. 2351, c. 2, c.c.) o, ancora, di operatività della tutela derivante dalle assemblee speciali in caso di pregiudizio inferto al "diritto diverso" da una decisione dell'assemblea generale (art. 2376 c.c.); nel caso di operazione opposta, tornerà, invece, ad avere un maggior grado di omogeneità con, a tacer d'altro, una riduzione dei costi di transazione spesso collegati alla differenziazione dei titoli emessi dalla società. Pacifico essendo, dunque, che la conversione richieda una modifica statutaria, resta al più, poi, da chiedersi se questa rientri tra quelle «*concernenti i diritti di voto o di*

---

<sup>315</sup> Così G. DI CECCO, *Convertibilità e conversione dei titoli azionari*, Milano, 2012, 37.

<sup>316</sup> In questo senso vd. V. SALAFIA, *Conversione di azioni di risparmio in ordinarie*, in *Soc.*, 1994, 527 ss.

*partecipazione*», che danno origine ad un diritto di recesso per i soci dissenzienti ai sensi dell'art. 2437, c. 1, lett. g del codice civile.

Sotto questo primo aspetto, allora, la condizione pare differenziarsi dalla fattispecie della conversione in quanto, anche alla luce di quanto sinora si è argomentato, non pare dare in ogni caso luogo, all'atto della sua realizzazione, ad alcuna modifica delle caratteristiche intrinseche del titolo azionario e, di conseguenza, ad una alterazione strutturale nella composizione del capitale sociale: in altre parole, l'azione con voto sottoposto a condizione nasce caratterizzata da un'unica peculiarità, ossia quella della variabilità del diritto di voto in essa incorporato in dipendenza da un evento, e detta caratteristica non viene meno per il solo fatto, del tutto estraneo al nucleo contenutistico dell'azione, che detto evento nei fatti si verifichi (circostanza che, tra l'altro, è del tutto eventuale)<sup>317</sup>.

A conferma di detta interpretazione, paiono porsi due dati di sistema. Anzitutto, quando si parla di conversione, naturale è discutere anche del rapporto di cambio<sup>318</sup>: infatti, posto che quando un titolo acquista, perde o comunque muta il suo contenuto in termini di diritti, inevitabilmente ne risente anche il suo valore economico, occorre sempre stabilire quante azioni di diversa categoria gli azionisti debbano ricevere e se detta operazione debba essere eventualmente accompagnata anche da un conguaglio di natura meramente economica, sia esso in denaro o realizzato attraverso

---

<sup>317</sup> Per il caso più dubbio, preso in considerazione dalla dottrina citata alle nt. 293 e 295, della condizione che sia suscettibile di verificarsi *una tantum* e per sempre vd. *infra* nel presente paragrafo.

<sup>318</sup> Sul tema della congruità del rapporto di cambio si vedano, senza pretesa di completezza, P. SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008, 253 ss.; M. MAUGERI, *Delibera di fusione, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, a cura di P. Benazzo, M. Cera, C. Patriarca, Torino, 2011, 541; F. GUERRERA, *La responsabilità «deliberativa»*, cit., 40 e nt. 110; L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Milano, 2002; B. LIBONATI, *Rapporto di cambio e fusione fra società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1979, II, 114 ss.; P. MARCHETTI, *Spunti sulle relazioni tra valore contabile, valore economico, valore di mercato dell'azienda nelle operazioni societarie di finanza straordinaria*, in *Giur. comm.*, 1993, I, 210 ss.

l'assegnazione gratuita di nuove azioni<sup>319</sup>. Al realizzarsi della condizione, invece, il valore del titolo non subisce alcun mutamento attuale, in quanto il suo eventuale minor valore in ragione dell'instabilità del titolo è già stato scontato all'atto della sua emissione: ciò prova, dunque, che la peculiarità legata al condizionamento si pone solo in fase genetica, ma non ha poi ricadute al momento del suo effettivo verificarsi, che è elemento del tutto estraneo agli elementi costitutivi del titolo. Vi è poi da considerare che, posto che la conversione importa una modifica dei diritti contenuti nell'azione, qualora detta modifica risulti in qualche misura pregiudizievole<sup>320</sup>, pacifico è l'intervento dell'assemblea speciale degli azionisti di categoria che sarebbero lesi all'esito dell'operazione; quando, invece, si tratta di condizione, lo strumento dell'assemblea speciale viene in gioco solo nel caso in cui la modifica sia apportata a monte (ed in senso peggiorativo) alle prerogative degli azionisti contenute nella clausola<sup>321</sup>, e non certo al momento della realizzazione dell'evento: ciò prova, di nuovo, che detto avverarsi è elemento fattuale del tutto accidentale ed estraneo al contenuto del titolo, che non comporta alcuna modifica, né *in melius* né *in peius*, dei diritti in esso incorporati.

Venendo, poi, per completare l'indagine, al profilo funzionalistico dell'istituto della conversione, pare opportuno anzitutto operare una distinzione tra due macro-categorie, che a loro volta conoscono fattori di differenziazione interna. E così, anzitutto, la conversione si può verificare all'esito di una delibera volontariamente adottata dall'assemblea, tendenzialmente su proposta degli amministratori: detta

---

<sup>319</sup> Da ciò dipenderà, dunque, il fatto che, all'esito dell'operazione, il capitale sociale rimanga invariato o meno; in ogni caso, il rapporto di concambio è elemento per così dire accessorio, che resta comunque estraneo alla fattispecie e quindi alla disciplina dell'istituto della conversione.

<sup>320</sup> È il caso, ad esempio, della conversione di titoli azionari con voto limitato e correlativo privilegio sugli utili in ordinari: se, infatti, è vero che, all'esito dell'operazione gli azionisti acquisterebbero un diritto di voto pieno, è pure vero che perderanno il privilegio in termini patrimoniali, che potrebbe avere un valore in assoluto assai superiore a quello derivante dal diritto di *voce*. Cfr. C. COSTA, *Conversione di azioni privilegiate a voto limitato in ordinarie: assemblee speciali, poteri e limiti*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1983, II, 474 ss.

<sup>321</sup> Sul tema ci si è già soffermati approfonditamente nel par. 2.2.2 del cap. I; per altre questioni, vd. anche *infra* il par. 4 del presente capitolo.

delibera potrà, poi, avere i caratteri della facoltatività, qualora sia rimessa ai soci la scelta di aderirvi o meno, oppure essere c.d. forzata, quando la deliberazione stessa imponga la “sostituzione azionaria”. Non diversamente, nel caso in cui, invece, la medesima deliberazione trovi fondamento e disciplina in una clausola statutaria preesistente, possono essere previste particolari ipotesi in cui le azioni di una categoria si convertano automaticamente, per esempio al realizzarsi di una condizione o allo spirare di un termine, oppure ad opzione del possessore o per scelta della società, che potrà, dunque, imporre il proprio volere al socio anche senza il suo consenso<sup>322</sup>. Evidente è come questo secondo caso si avvicini molto al meccanismo di funzionamento delle clausole condizionanti apposte al voto: e così, rifacendosi ad esempi già studiati nel corso della trattazione, un caso di “condizione automatica” potrebbe individuarsi nell’evenienza in cui lo statuto contenga un tetto di voto per cui, al superamento di una data soglia, sarà impedito il diritto di voto per le azioni eccedenti; quanto a una condizione che preveda un atto volontario del socio, si potrebbe pensare al caso del voto maggiorato, in cui sarà l’azionista che liberamente deciderà se iscriversi all’apposito elenco che gli permetterà, decorso il periodo di tempo prestabilito, di maturare il privilegio; per il caso, infine, in cui l’atto volontaristico spetti alla società, si potrà fare riferimento al più volte citato divieto di concorrenza previsto per via statutaria, ove la clausola disponga che l’accertamento della sussistenza della violazione da parte di un socio, con conseguente sanzione della perdita del voto per azioni da lui possedute, spetti ad un organo sociale (che, nell’ipotesi più naturale, dovrebbe essere indicato nel consiglio di amministrazione). Per quanto, dunque, le modalità operative legate alle due fattispecie del condizionamento del diritto di voto e della conversione azionaria siano molto simili, rimane comunque palese l’esistenza e permanenza di una linea di demarcazione tra i due istituti: e, infatti, se è vero che quando il diritto differenziale che caratterizza la

---

<sup>322</sup> Vi è, infatti, chi sostiene che in questo caso il pregiudizio sarebbe autorizzato in maniera preventiva dal consenso prestato all’atto della sottoscrizione dello statuto o del titolo azionario così regolato. Sul punto cfr. G. DI CECCO, *Convertibilità e conversione*, cit., 276 ss., e *ivi* ampi riferimenti bibliografici.

categoria di azioni è unicamente legato alla dimensione quantitativa del diritto di voto, l'effetto del realizzarsi dell'evento dedotto in condizione potrebbe non discostarsi in nulla dal risultato derivante da un'operazione di conversione<sup>323</sup>, la differenza in punto di effettiva modifica della struttura di capitale pare persistere.

Alla luce di quanto considerato sinora, dunque, pare ben possibile che l'autonomia statutaria, pur al verificarsi dello stesso evento condizionante, liberamente disponga quanto alla sorte dei titoli, per mezzo dello strumento che si ritiene più idoneo a realizzare l'interesse sociale sotteso all'operazione: se, dunque, si vorrà dare stabilità alla modifica in punto di diritti, si dovrà optare per la più radicale modalità della conversione<sup>324</sup>; qualora, invece, sia interesse della società mantenere la

---

<sup>323</sup> Si pensi, per semplicità, al caso di conversione di azioni senza voto in assenza di qualsivoglia privilegio di natura economica in ordinarie, o di attribuzione del voto pieno al verificarsi di una condizione.

<sup>324</sup> In dottrina si veda, ad esempio, A. ABU AWWAD, *Abuso delle categorie di azioni e patti parasociali*, in *Riv. soc.*, 2016, 1078, che fa riferimento all'istituto della conversione automatica di azioni senza voto in azioni ordinarie in occasione del lancio di un'opa, proprio come ipotesi che conferisce carattere di stabilità all'obiettivo avuto di mira dalla società, ossia quello del mantenimento del controllo (nel caso di specie, opposto alla ben più netta instabilità che si otterrebbe dall'accordo di contrastare l'offerta contenuto in una pattuizione parasociale); come si è avuto ampiamente occasione di considerare nel par. 2.2. del cap. II, lo stesso risultato di contrasto a scalate ostili potrà ottenersi con un condizionamento del solo diritto di voto.

Ancora, anche gli operatori immaginano simili circostanze: così, la massima n. 48 del 2014 del Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze Pistoia e Prato in materia di *Categorie di azioni a voto plurimo fidelizzanti* (in <https://www.consiglionotarilefirenze.it/>), si esprime sostenendo che «[è] legittima la clausola dello statuto di una società per azioni non quotata che, nel riconoscere il diritto di voto plurimo ad una categoria di azioni, preveda la loro conversione in azioni senza voto in caso di alienazione delle stesse; lo statuto dovrà, in tal caso, prevedere appositi meccanismi diretti a garantire che almeno la metà delle azioni sia rappresentato da azioni a voto unitario o plurimo.».

Infine, in ottica comparata, si pensi al caso delle c.d. *convertible preferred shares*, che sono, appunto, titoli convertibili in azioni ordinarie, ad una scadenza prefissata e per scelta dei detentori, così da consentire loro di entrare nella disponibilità dei diritti amministrativi normalmente legati al titolo azionario in tutti i casi in cui l'investimento patrimoniale non conduca al rendimento economico sperato entro un dato lasso di tempo. Sul tema cfr. U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni* (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario), in *Riv. soc.*, 2004, 1086; R.J. GILSON, *Engineering*

variabilità imposta al diritto di *voice*, lo strumento del voto condizionato sarà senz'altro più efficace ed adeguato allo scopo; parimenti, se all'atto della realizzazione di una condizione che incide sul solo voto, ma ha lo stesso effetto pratico di una conversione, si ritiene opportuno che detto mutamento si ripercuota anche sull'effettiva struttura del capitale, sarà opportuno precisarlo nella clausola statutaria dedicata.

### 3.1. Ricadute in punto di circolazione dei diritti.

Ulteriore e decisivo elemento a conferma della tesi appena sostenuta, poi, deriva dalla disciplina applicabile alla circostanza in cui le azioni con voto sottoposto a condizione siano trasferite ad altro titolare: se si realizzasse un fenomeno di conversione per così dire di *default*, infatti, gran parte delle finalità per cui a monte era stato previsto il condizionamento andrebbero probabilmente frustrate. Non solo, non è poi nemmeno detto che il particolare *status socii* eventualmente acquisito dal socio in ragione della condizione debba essere garantito (o, specularmente, che la società abbia interesse ad assicurarlo), anche agli aventi causa del titolare delle azioni speciali<sup>325</sup>: si pensi al caso esemplare della maggiorazione del voto disciplinata dall'art. 127-*quinquies* TUF, che prevede espressamente che il beneficio maturato in ragione della fedeltà del socio, dimostrata dal possesso continuativo del titolo per un dato periodo di tempo, verrà automaticamente neutralizzato all'atto del trasferimento. Se è vero che, in quel caso, la decadenza del beneficio al momento del passaggio del titolo in capo ad altro possessore viene primariamente fatta discendere dalla circostanza per cui, applicandosi a tutto il capitale, il diritto condizionato non costituisce elemento differenziale di una categoria, non pare irragionevole ritenere che la stessa "sterilizzazione" degli effetti della realizzazione dell'evento si debba avere anche nel caso in cui la condizione sia elemento caratterizzante una categoria di azioni: si pensi, ad esempio, ai casi di utilizzo della condizione in quella funzione,

---

*a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, in *Stanford Law Review*, vol. 55, 2003, 1067 ss.; W.W. BRATTON, *Venture Capital on the Downside: Preferred Stock and Corporate Control*, in *Michigan Law Review*, vol. 100, 2002, 891 ss.

<sup>325</sup> G. DI CECCO, *Convertibilità e conversione*, cit., 14 ss.

che si è definita limitativa o selettiva<sup>326</sup>, in cui la conversione automatica frustrerebbe il senso della clausola, attribuendo il voto a (nuovi) soci non in possesso dei requisiti desiderati.

E, del resto, anche nell'ipotesi contigua delle azioni riscattabili di cui all'art. 2437-*sexies* c.c., se tradizionalmente il potere di riscatto era ritenuto "consumabile" e, per l'effetto, si sosteneva venisse meno una volta esercitato, sicché le azioni avrebbero cessato di essere soggette a detto potere, uno sguardo più attento alla fattispecie fa propendere per la soluzione opposta: così, in coerenza con l'oggettivizzazione dei diritti all'interno del titolo azionario, si potrebbe ritenere che la soggezione al riscatto costituisca «*carattere immanente e permanente delle azioni che vi sono soggette, che le connota in tutte le loro vicende circolatorie*»<sup>327</sup>. La stessa considerazione pare validamente estendibile, allora, alle azioni con voto sottoposto a condizione per le quali, appunto, prevedendosi la variabilità del voto quale elemento caratterizzante il contenuto in punto di diritti di *voice* del titolo, si dovrebbe altresì ritenere che la realizzazione dell'evento condizionante sia ripetibile e, quindi, circoli insieme con il titolo in caso di trasferimento ad altro soggetto; a diversa conclusione si dovrà giungere solo nel caso in cui sia la stessa clausola condizionante che, come è certamente possibile, stabilisca che all'atto del realizzarsi dell'evento (non intermittente) si verifichi anche una conversione automatica: mutando, così, la natura del titolo, esso circolerà, ovviamente, nella sua nuova veste e dotato di tutti i nuovi diritti ormai stabilmente acquisiti.

#### **4. La modificabilità a maggioranza della clausola di condizionamento del voto.**

Come già si è concluso nella prima parte di questo lavoro, in particolare trattando della vigenza e precettività di un principio di parità di trattamento nelle società per azioni non quotate, per quanto specificamente riguarda il tema della condizione non vi è ragione per dubitare del fatto che, in fase di costituzione della società, l'autonomia privata sia libera di introdurre qualsivoglia "discriminazione"

---

<sup>326</sup> Si rimanda al par. 2.5. del cap. II.

<sup>327</sup> Così M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, cit., 81 ss.

tra i soci, purché essa sia ancorata ad un parametro oggettivo ed astrattamente realizzabile per tutti coloro che vi sono sottoposti e non fatta dipendere, invece, dalla mera potestatività di un altro soggetto, pena la nullità della clausola: detta conclusione, peraltro, più che ad un principio di parità di trattamento, pare ispirata al diverso principio di eguaglianza, ritenuto regola apicale ed inderogabile del sistema delle società per azioni e disciplinato all'art. 2348 c.c.<sup>328</sup>.

Diverso tema, che appare sistematicamente utile affrontare in questa sede, dopo aver stabilito quale sia la posizione in punto di diritti del socio con voto sottoposto a condizione e cosa accada in seguito al verificarsi dell'evento previsto dalla stessa, concerne i limiti e le possibilità di modifica successiva, in senso più gravoso, della clausola che disciplina la condizione, o di una sua introduzione *ex novo* nel corso della vita della società. Di là dal fatto che si voglia aderire alla posizione che ritiene esistente e dotato di autonoma cogenza un principio di parità di trattamento anche per le società chiuse o, invece, a quella secondo cui le regole che da esso normalmente sono fatte discendere sono invero riconducibili ad altre precise norme che disciplinano fattispecie differenti, le conclusioni già raggiunte nel primo capitolo si basano sull'assunto per cui, tendenzialmente, e specie in seguito alla riforma del 2003, i diritti individuali dei soci aderenti alla compagine sono pressoché sempre comprimibili, se non addirittura sacrificabili in presenza di un superiore interesse sociale della collettività organizzata: dal che si dovrebbe concludere che, per quando specificamente concerne la condizione, non vi è limite né alla sua modifica, né alla sua introduzione *durante societate* ad opera della maggioranza.

In realtà, in ragione dell'importanza della questione, che ha riflessi non solo sulla struttura di potere interna alla società e sulla discrezionalità concessa ai suoi organi, ma anche sull'eventuale sacrificio di diritti (o aggravamento di obblighi) imposti ai singoli, occorre svolgere qualche ulteriore indagine: ed è, allora, proprio sul contenuto dell'evento dedotto in condizione che occorre soffermarsi. Come si è,

---

<sup>328</sup> Per un'ampia trattazione del tema, qui sintetizzato per sommi capi, si rinvia al cap. I, par. 2.2; per una ricognizione generale del tema in dottrina si veda C. ANGELICI, *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 1 ss.

infatti, avuto occasione di concludere in chiusura del secondo capitolo, nell'operare una classificazione "strutturale" della condizione, in ragione della sua duttilità essa può astrattamente essere utilizzata come strumento atto a conferire, modificare o togliere dei diritti ai soci, ma anche atto a gravarli di obblighi ulteriori rispetto all'unico espressamente previsto dalla legge, ossia l'obbligo di adempiere al conferimento pattuito in sede di sottoscrizione delle azioni; tendendo conto di tale distinzione duale, dunque, si procederà a condurre l'analisi sul tema della modificabilità *durante societate*.

#### **4.1. La modifica dei diritti spettanti ai titolari di azioni.**

Partendo dalla prima circostanza, ossia quella di modifica in senso deteriore di diritti già attribuiti al socio in sede di costituzione della società tramite una condizione (si pensi al caso in cui la clausola che attribuisce una maggiorazione del voto trascorsi due anni di possesso continuativo del titolo sia modificata nel senso di richiedere un periodo di tempo superiore per l'ottenimento del beneficio, o al caso in cui la clausola in ragione della quale una data categoria di azioni avrebbe ottenuto il voto al conseguimento di un titolo di laurea triennale, rettifichi il requisito richiedendo il possesso di una laurea magistrale o peggio l'iscrizione ad un dato albo professionale), non pare possibile sollevare dubbi sul fatto che si tratti di alterazioni nella piena disponibilità della maggioranza. E infatti, alla luce della riforma del 2003, occorre tenere conto di due circostanze: da un lato, si rileva che i poteri della maggioranza godono ormai di amplissimi spazi deliberativi ed anzi, si può ormai ragionevolmente affermare che, allo stato attuale, l'ordinamento non contempla più, salvo rarissimi casi espressamente disciplinati, l'esistenza di diritti individuali del singolo socio rilevanti al punto da non essere tangibili se non con un suo consenso espresso<sup>329</sup>; dall'altro, e per quanto specificamente ci occupa, si è assistito ad un

---

<sup>329</sup> In tal senso cfr. A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, 232; F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova spa*, Milano, 2004, 124; A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, 1306; G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 2007, 333 ss.; G. DI CECCO, *Convertibilità e conversione*, cit.,

significativo mutamento di prospettiva sul diritto di voto, che non è più considerato né diritto individuale indisponibile ad opera della maggioranza o, comunque, dotato di tutela più incisiva rispetto a tutti gli altri diritti sociali, né tantomeno elemento essenziale della partecipazione sociale<sup>330</sup>.

Se, dunque, queste conclusioni paiono incontestabili alla luce del quadro normativo odierno, non rimane che indagare quali siano gli strumenti di tutela disponibili per il socio che non abbia consentito alla modifica della clausola condizionante.

Qualora, dunque, il diritto inciso sia proprio di una sola categoria di azioni, indiscutibile appare che la modalità di reazione assolutamente prioritaria sia individuabile nell'azionamento delle prerogative derivanti dalla presenza delle assemblee speciali *ex art. 2376 c.c.*, alle quali spetta il potere di approvare o respingere la modifica adottata a maggioranza dall'assemblea generale: dette assemblee si attivano, infatti, al momento della lesione del c.d. "diritto diverso" che rende tale l'azione di categoria<sup>331</sup>, e non vi è alcun dubbio sul fatto che quelle con voto sottoposto a condizione possano fondare, appunto, una categoria dotata di un diritto di voto diverso, posto che è proprio in questo senso sono tipizzate dal

---

83 ss. La dottrina che valorizza i diritti individuali come limite al potere dell'assemblea (vd. esemplificativamente A. VIGHI, *I diritti individuali degli azionisti*, Parma, 1902, 32 ss.; V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1967; A. PAVONE LA ROSA, *Profili della tutela degli azionisti*, in *Riv. soc.*, 1965, 75 ss.) è, infatti, estremamente risalente e può, pertanto, ritenersi superata.

Sul tema, cfr. anche cap. I, spec. par. 2.2.2. e *ivi* nt. 108.

<sup>330</sup> La qualificazione di un diritto, anche se rilevante come quello di voto in assemblea, come essenziale e, quindi, non disponibile ad opera della sola maggioranza non appare oggi più fondata in base ad argomenti di diritto positivo, tanto più alla luce della parificazione, operata dell'art. 2437, c. 1, lett. g, c.c. tra "diritti di voto" e "diritti di partecipazione". In tal senso, cfr. G. DI CECCO, *Convertibilità e conversione*, cit., 94; A. VICARI, *Gli azionisti nella fusione di società*, Milano, 2004, 198; P. GROSSO, *Categorie di azioni ed assemblee speciali.*, cit., 177 ss.; F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni*, cit., 124; R. NOBILI, *La disciplina delle azioni di risparmio*, in *Riv. soc.*, 1984, 1222 ss.

<sup>331</sup> Su cosa debba intendersi per "diritto diverso" e per una panoramica sulle ipotesi più dubbie cfr., esemplificativamente, A. ABU AWWAD, *Sub art. 2376*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Milano, 2016, I, 1036 ss.

legislatore all'art. 2351, c. 2 c.c. Si deve, poi, brevemente precisare che, anche in presenza di categorie speciali di azioni, non ogni lesione del loro diritto diverso è idonea a giustificare l'intervento dell'assemblea speciale: e infatti, *nulla quaestio* se il pregiudizio è diretto al diritto che rende speciale la categoria, mentre più discusso è il caso del pregiudizio indiretto e del collegato diritto c.d. al rango, ossia al mantenimento dei reciproci rapporti tra categorie di azioni<sup>332</sup>.

Diversamente occorre porsi rispetto ad altre tipologie di condizione, che pure sono state analizzate nel corso del lavoro: infatti, tra quelle direttamente disciplinate dalla legge, il tetto di voto o il voto scalare *ex art.* 2351, c. 3 c.c.<sup>333</sup> o, ancora, il voto maggiorato *ex art.* 127-*quinquies* TUF<sup>334</sup> non danno pacificamente vita a categorie;

---

<sup>332</sup> A questo proposito, ci si domanda appunto se ai soci vada garantito anche il diritto di mantenere lo stesso peso partecipativo in società e, dunque, se, a fronte di una risposta positiva, debba darsi luogo all'intervento dell'assemblea speciale ogni qualvolta una delibera della maggioranza modifichi detto rapporto. In linea tendenziale, la risposta al primo interrogativo dovrebbe dirsi positiva, se solo si considerano le numerose norme, alle quali fa da capostipite l'art. 2441 c.c. sul diritto di opzione, che sono tese appunto a garantire che i soci siano messi in condizione di mantenere stabile la percentuale del proprio investimento e, quindi, la loro influenza in società; detto gruppo di norme, secondo una parte della dottrina, non sono altro che una applicazione concreta di un più generale principio di parità di trattamento tra gli azionisti. Il diritto al rango appare, dunque, senza dubbio, trovare uno spazio di tutela nell'ordinamento; ad una analisi più approfondita delle norme, tuttavia, si rileva che non è diritto rilevante al punto di essere ritenuto inderogabile ma, anzi, sono le stesse disposizioni che lo introducono a prevedere ipotesi in cui sia sacrificabile a fronte di un superiore interesse sociale (per rimanere all'esempio proposto, il diritto di opzione, a determinate condizioni, può essere escluso). Così, allora, quanto al tema dell'intervento delle assemblee speciali in caso di sacrificio indiretto del diritto al rango, la dottrina pare giungere alla conclusione per cui queste debbano intervenire solo nei casi in cui la modifica incida in modo differenziato sui diversi titoli azionari emessi dalla società; viceversa, qualora il sacrificio imposto abbia efficacia paritetica su tutte le azioni, nel rispetto, tra l'altro, di quel generale principio di parità di trattamento di cui si faceva menzione, nessuna delle assemblee speciali collegate alle azioni di categoria avrà possibilità di esprimersi. In questo senso, cfr. ad esempio F. D'ALESSANDRO, *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giur. comm.*, 1990, I, 579; C. COSTA, *Le assemblee speciali*, cit., 538; CIRCOLARE ASSONIME 10/2015, in *Riv. soc.*, 2015, 498.

<sup>333</sup> M. CIAN, C. SANDEI, *Sub art. 2351 c.c.*, in *Delle società*, a cura di D. U. Santosuosso, Torino, 2015, 942 ss.

<sup>334</sup> Cfr. il comma 5 dello stesso art. 127-*quinquies* TUF e, più in generale, il cap. II, par. 2.1.

nello stesso modo, dunque, si deve ragionare per tutte le circostanze in cui la condizione applicata al diritto di voto grava astrattamente in maniera egualitaria su tutto il capitale, indipendentemente, poi, dal fatto che si possa materialmente realizzare solo per alcune azioni: si tratta, infatti, di situazioni in cui il beneficio (o *vulnus*) incide sui diritti dell'azionista in ragione della sua posizione personale e non sulla base delle caratteristiche intrinseche del suo titolo azionario<sup>335</sup>. In tutti questi frangenti, dunque, la tutela di cui all'art. 2376 c.c., ovviamente, non opera; pertanto, in caso di modifica (o di inserimento sopravvenuto) di una condizione astrattamente applicabile in maniera eguale a tutte le azioni, non vi è dubbio che l'unico rimedio disponibile per il socio dissenziente sia quello dell'*exit*: è la stessa dottrina, infatti, a sottolineare che, inseguito all'ampliamento dei diritti disponibili ad opera della maggioranza attuato dalla riforma del 2003, vi è stata anche una conseguente significativa estensione delle ipotesi in cui sia possibile esercitare il diritto di recesso<sup>336</sup>.

Bisogna, dunque, concludere che, per il caso della modifica dei diritti inerenti ai titoli, in linea di principio la potestà dispositiva dell'assemblea potrà spingersi anche sino ad alterare il reciproco rapporto nella partecipazione ai vantaggi ed ai sacrifici contrattuali accettati dai soci in sede di sottoscrizione delle azioni, realizzando così una discriminazione tra azionisti che non sia sorretta ed avallata da una esplicita manifestazione abdicativa del soggetto interessato, ma detta operazione deve sempre trovare giustificazione in un preminente interesse dell'impresa. E dunque, ben potrà la maggioranza deliberare la trasformazione di azioni di categoria in un'altra

---

<sup>335</sup> Cfr., ad es., P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, in *Riv. soc.*, 2015, 452.

<sup>336</sup> Così vd. G. DI CECCO, *Convertibilità e conversione*, cit., 91 ss. fa osservare che, specie alla luce della riforma del diritto societario del 2003, non paiono potersi rinvenire nell'impianto normativo della società azionaria, salvo rarissimi casi espressamente disciplinati, diritti individuali dei soci che non siano tangibili dalla maggioranza: il singolo azionista si trova, dunque, in una posizione di assoluta sudditanza rispetto al valore dell'efficienza decisionale e della libertà di organizzazione della società e l'unico ragionevole bilanciamento a detta condizione risiede nell'ampliamento, ad opera della novella medesima, delle ipotesi in cui è possibile abbandonare la compagine esercitando il diritto di recesso e recuperando il valore del proprio investimento.

categoria e, così, anche modificare il contenuto della condizione, senza subordinare tale cambiamento all'adesione dei singoli azionisti, posto che non pare residuare alcun ostacolo nell'imposizione, anche successiva, di una privazione diritto di voto che, come si è detto, non è più da ritenersi diritto fondamentale dell'azionista; rimane, tuttavia, il vincolo del rispetto del generale principio parità di trattamento che, in realtà, nel caso di specie si declina nel più preciso diritto al rango, per cui la modifica statutaria a maggioranza non sarebbe possibile, salvo che siano adottate modalità operative di frazionamento che incidano in maniera eguale sul peso partecipativo dei soci, oppure che sia evidenziato un interesse sociale preminente in ragione del quale si potrà violare il principio, di per sé non inderogabile e, quindi, ledere l'interesse anche di singoli azionisti<sup>337</sup>. La stessa *ratio* e le stesse conclusioni sono state, tra l'altro raggiunte dalla dottrina rispetto ad un meccanismo, che si è già avuto modo di analizzare e si è considerato essere in qualche modo contiguo a quello della (realizzazione della) condizione, ossia quello della conversione forzata di azioni ordinarie in azioni di risparmio<sup>338</sup>.

#### **4.2. L'imposizione di nuovi obblighi ai soci.**

Rispetto a quanto appena concluso, diversamente pare dover essere risolto il caso in cui la modifica statutaria successiva, o l'introduzione di una nuova clausola nel corso della vita della società, incidano sulla natura e sulle condizioni dell'investimento non nel senso dell'alterazione dell'originario assetto in punto di diritti attribuiti alle azioni, ma nella direzione dell'imposizione di nuovi obblighi a carico dei soci: esempio principe di questa circostanza si potrebbe rivenire

---

<sup>337</sup> Del resto, allo stesso modo funziona il diritto di opzione, che in linea di principio deve spettare a tutti i soci, salvo che non vi sia un giustificato interesse della società ad escluderlo.

<sup>338</sup> Sulla fattispecie si vedano P. BALZARINI, *Le azioni di risparmio*, in *Riv. soc.*, 1982, 277 ss.; M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, cit., 73; COSTA C., *Le assemblee speciali*, cit., 536 ss.; S. GUERRA, *La convertibilità tra azioni ordinarie e azioni di risparmio: clausole e modalità*, in *Not.*, 1996, 47 ss.; M. LUPETTI, *Conversione "forzata" di azioni a voto pieno in azioni a voto limitato*, in *Soc.*, 2006, 1367 ss.; R. NOBILI, *La disciplina delle azioni di risparmio*, cit., 1212 ss.; F. TEDESCHI, *Sulla conversione delle azioni di risparmio in azioni ordinarie*, in *Giur. comm.*, 1978, I, 598 ss.

nell'ipotesi (di cui si è già, per profili diversi, discusso nel corso del lavoro<sup>339</sup>), dell'aggiunta, in un momento successivo alla fase di costituzione della s.p.a., di un divieto di concorrenza a carico degli azionisti (o di una parte di essi), con relativa sanzione della perdita del voto in caso di violazione.

A tal proposito, ponendosi dapprima in prospettiva teorica, occorre considerare che, nel sistema normativo delle società di capitali, è dato rinvenire un unico obbligo legale gravante sui soci, ossia quello di esecuzione integrale del conferimento promesso in fase di costituzione della società; ulteriori obblighi possono essere tipicamente imposti, nella s.p.a., tramite l'emissione di azioni con prestazioni accessorie ai sensi dell'art. 2345 c.c.: detta norma, al suo ultimo comma, precisa che «se non è diversamente disposto dall'atto costitutivo, gli obblighi previsti in questo articolo non possono essere modificati senza il consenso di tutti i soci»<sup>340</sup>. Da tale previsione si suole, allora, far discendere una regola generale secondo cui, salvo che si tratti di obblighi espressamente qualificati come disponibili dalla legge, l'introduzione di situazioni soggettive passive richiede il consenso unanime dei singoli soci incisi<sup>341</sup>. La

---

<sup>339</sup> Cfr. cap. I, par. 2.2., nel quale il divieto di concorrenza è stato utile a testare alcuni profili problematici relativi alla merà potestatività della condizione, e cap. II, par. 2.4. nel quale, invece, si è trattato della casistica di inserimento *ab origine* nello statuto di una clausola di condizionamento del voto in funzione sanzionatoria (per esempio, in caso di violazione di un divieto di concorrenza parimenti inserito in statuto al momento della costituzione della società, momento in cui i soci sono liberi di aderire o meno alla compagine accettandone le regole).

<sup>340</sup> Sul punto cfr. M. Baraldi, *Sulle prestazioni accessorie all'obbligo dei conferimenti nelle società di capitali*, in *Contr. impr.*, 2002, 48. Non vi è, tuttavia, chi non ritenga che, alternativamente al consenso unanime di tutti, possa ritenersi sufficiente anche il consenso dei soli soci effettivamente gravati dell'obbligo introdotto con la procedura richiesta per le modifiche statutarie: in tal senso si veda A. BARTALENA, *Le prestazioni accessorie*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo, G.B. Portale, vol. 1\*\*\*, Torino, 2004, 840 ss.

<sup>341</sup> In questo senso cfr. di E. MALIMPENSA, in *I Nuovi tipi di circolazione forzata delle partecipazioni sociali: spunti di riflessione*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di G.E. Colombo*, Torino, 2011, 250 ss.; E. MALIMPENSA, *L'obbligo di co-vendita statutaria (drag-along): il socio obbligato ha davvero bisogno di tutela?*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, 387 ss.; GIAMPAOLINO C.F., *Clausola di co-vendita (drag-along) ed "equa" valorizzazione dell'azione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, 523 ss. Nello stesso cfr. anche la Massima I.I.25 del COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, settembre 2006, in

qualifica di un obbligo come disponibile, poi, dovrebbe ricavarsi, secondo la dottrina, dalla correlativa spettanza del diritto di recesso *ex art. 2437 c.c.* per il socio la cui posizione è intaccata dalla modifica: allo stato, l'unica situazione di *patti* così qualificata e regolata dalla legge riguarda l'introduzione o la rimozione di vincoli alla circolazione delle azioni<sup>342</sup>. Di qui, si ritiene che qualunque altro obbligo atipico potrà certo essere introdotto originariamente in statuto o imposto tramite l'emissione di una categoria di azioni in quanto, in ambo i casi, la stessa decisione di sottoscrivere il titolo varrà come prova del consenso dell'oblato a sottostarvi; diversamente, la clausola statutaria che imponga un nuovo obbligo a carico di tutti, o solo di alcuni soci, non potrà essere introdotta a maggioranza in assenza del loro consenso espresso.

È appena il caso di far notare che la medesima regola si rinviene in un sistema, già più volte preso in considerazione in ragione della somiglianza delle sue regole in materia societaria, ossia quello tedesco, che al § 180 dell'AktG, dispone espressamente che l'imposizione di obbligazioni statutarie ulteriori rispetto all'originario conferimento è addirittura subordinata al consenso unanime di tutti i soci interessati<sup>343</sup>.

Non vi è, tuttavia, chi non proponga una soluzione diversa, basata sulla concreta modalità di funzionamento della clausola al momento della sua introduzione: in particolare, il Consiglio notarile di Milano, trattando del caso delle azioni riscattabili<sup>344</sup>, ritiene che «*[l]e azioni riscattabili possono essere invece previste con delibera*

---

<https://www.notaitriveneto.it>, secondo cui «*[l]e clausole statutarie che impongono a determinati soci, ad esempio i soci di minoranza, l'obbligo di cedere ad un giusto prezzo (comunque non inferiore al valore determinato ai sensi dell'art. 2473 c.c.) le loro partecipazioni nel caso in cui altri soci, nell'esempio quelli di maggioranza, decidano di alienare le loro sono legittime a condizione che siano adottate con il consenso di tutti i soci.*».

<sup>342</sup> G. DI CECCO, *Convertibilità e conversione*, cit., 203.

<sup>343</sup> Tale regola troverebbe fondamento nei sistemi costituzionali di stampo liberale, che non tollerano la creazione per via negoziale pur nell'esplicazione dell'autonomia privata di forme negoziali aventi il potere di imporre obblighi a chi non vi consenta espressamente. Cfr. D. GIORDANO, *Le limitazioni all'autonomia privata nelle società di capitali*, Milano, 2006, 9 ss.

<sup>344</sup> Come già si è avuto modo di argomentare nel cap. II, lo studio della fattispecie del riscatto delle azioni al verificarsi di determinate condizioni ben può fungere da utile strumento

assembleare adottata con le maggioranze normalmente richieste per le modificazioni dello statuto qualora [...] la riscattabilità sia prevista quale condizione in cui qualsiasi azione può incorrere al verificarsi di particolari situazioni e - al momento dell'inserimento - nessuno degli azionisti si trovi in tali situazioni (ad esempio, qualora sia previsto che il riscatto possa operare in caso di superamento di una determinata soglia di possesso azionario, e nessuno degli azionisti possieda, al momento dell'inserimento, quella quota)»<sup>345</sup>; ancora, sempre in tema di riscattabilità, il Comitato notarile del Triveneto si pronuncia positivamente sulla possibilità di inserire in statuto un obbligo di partecipazione all'attività assembleare a carico dei soci, che preveda, quale sanzione per il socio inattivo o irreperibile, il riscatto delle azioni, sostenendo altresì che «[n]el rispetto del principio di parità di trattamento dei soci, la predetta clausola di riscattabilità può essere introdotta nello statuto, successivamente alla costituzione della società con le maggioranze richieste per le modificazioni statutarie purché l'operatività del riscatto si riferisca a comportamenti successivi alla data di introduzione della clausola stessa.»<sup>346</sup>. Sulla scorta di tali opinioni, parrebbe, allora, doversi ritenere legittima l'introduzione a maggioranza di clausole statutarie "impersonali"<sup>347</sup>: la giustificazione della legittimità di clausole siffatte che, dunque, all'atto della loro introduzione siano astrattamente applicabili a tutti i soci e non ledano nell'attualità la posizione di alcuno di essi, è rinvenuta dalle massime nell'esistenza di un generale principio di parità di trattamento tra soci, che potrebbero, dunque, essere soggetti ad obblighi aggiuntivi senza il loro consenso, purché detti obblighi operino in maniera eguale per tutti gli aderenti alla compagine e con riguardo a loro comportamenti successivi che, dal momento dell'introduzione

---

interpretativo per il caso del voto sottoposto a condizione, in quanto se determinate considerazioni valgono per il caso della privazione in toto della titolarità dell'azione, a maggior ragione devono valere per la sola decadenza di un diritto in quel titolo incorporato.

<sup>345</sup> CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 99 del 18 maggio 2007, *Azioni riscattabili e introduzione della clausola di riscatto (art. 2437-sexies c.c.)*, in [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it).

<sup>346</sup> Massima H.I.29 del settembre 2019, in *Orientamenti del Comitato Triveneto dei Notai in materia di atti societari*, Milano, 2019, 211 ss.

<sup>347</sup> L'espressione è di E. MALIMPENSA, in *I Nuovi tipi di circolazione forzata delle partecipazioni sociali: spunti di riflessione*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di G.E. Colombo*, Torino, 2011, 226 ss.

della clausola in avanti, si ponessero in contrasto con essa<sup>348</sup>.

Tale conclusione, tuttavia, non pare convincere specie in ragione del fatto che il rispetto del principio di parità di trattamento, pure qualora lo si volesse considerare dotato di autonoma cogenza nelle società chiuse, non pare adeguato a sorreggere e giustificare l'argomentazione, poiché si pone (ed incide) sul diverso piano della disciplina dei rapporti interni tra i soci e la società (e, al più, i suoi organi). E infatti, se è vero, come già più volte considerato, che la tendenza generale sottostante la riforma del diritto societario del 2003 sia nel senso della attenuazione di qualsiasi forma di tutela del singolo socio in favore dell'interesse dell'impresa<sup>349</sup>, è pure vero che il fatto di non poter imporre, anche nel sistema societario, nuovi obblighi a carico dei soci non consenzienti non si pone in contrasto tanto con l'esistenza di diritti individuali dei soci che non possono essere incisi<sup>350</sup>, visione che oggi pare effettivamente tramontata, ma con l'esistenza di confini al di là dei quali la materia non è più disponibile da parte della società quale organizzazione, poiché tocca posizioni di diritto che si pongono al di fuori della sfera della società stessa: essa, dunque, non ha potestà di arrivare a disciplinare i rapporti intercorrenti tra i soli soci o con i soci in qualità di autonomi soggetti di diritto, rapporti ai quali, appunto, la

---

<sup>348</sup> Nello stesso senso, sempre con riguardo ad una fattispecie di riscatto per lo specifico caso della violazione di un divieto di concorrenza, che è proprio l'ipotesi oggetto di analisi, si esprime Trib. Perugia, 29 febbraio 2008, in *Giur. comm.*, 2010, II, 304 ss., con nota di E.M. TRIPPUTI, *Questioni in tema di scaglionamento del diritto di voto, divieto di concorrenza del socio e sanzioni statutarie per la violazione di tale divieto*: anche in questa circostanza, infatti, il Giudice ritiene che sia necessaria l'unanimità per la previsione *durante societate* di una clausola di riscattabilità delle azioni in circolazione soltanto allorché un socio si trovi già, all'atto dell'introduzione della clausola, nella situazione eventuale prevista dallo statuto quale condizione per il riscatto.

<sup>349</sup> G. DI CECCO, *Convertibilità e conversione*, cit., 84.

<sup>350</sup> Per il tramonto del loro riconoscimento vd. A. BERTINI, *Contributo allo studio delle situazioni giuridiche degli azionisti*, Milano, 1951; T. ASCARELLI, *Sui poteri della maggioranza nelle società per azioni ed alcuni loro limiti*, in *Riv. dir. comm.*, 1950, I, 169 ss.; V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1967.

società deve restare estranea<sup>351</sup>; diversamente, si intaccherebbe il ben più ampio diritto alla libertà dei soci, finendo forse per ledere financo il precetto costituzionale di cui all'art. 23, secondo il quale nessuna prestazione personale o patrimoniale può essere imposta se non in base alla legge.

E, del resto, a riprova che il problema dell'imposizione di obblighi ulteriori, non preventivamente accettati, non risiede in, e non può essere risolto solo alla luce di, un principio di parità di trattamento, si pone il tema della pacifica illegittimità di qualunque deliberazione che, a maggioranza, pretenda di imporre, anche a tutti i soci senza alcuna discriminazione, il versamento di nuove risorse finanziarie, sia a titolo di conferimento che di finanziamento<sup>352</sup>, trattandosi di un vero e proprio atto di disposizione unilaterale del patrimonio altrui. Ancora, altro dato significativo, derivante dal sistema normativo societario, a supporto della preferibilità di questo orientamento per così dire restrittivo, deriva dall'art. 2500-*sexies* c.c.: è proprio detta regola, che viene sempre presa a modello esemplare, insieme a quelle sulle altre operazioni c.d. straordinarie, della rilevantissima ampiezza dei poteri oggi riservati alla maggioranza<sup>353</sup>, a prevedere, però, che la delibera di trasformazione da società di capitali a società di persone sia sì adottabile con le maggioranze previste per le modifiche dello statuto, ma che sia comunque richiesto l'ulteriore consenso di tutti i soci che, a seguito della trasformazione, assumono responsabilità illimitata.

Anche il richiamo sopra operato all'ordinamento tedesco aiuta a trovare ulteriori argomenti a sostegno dell'inconferenza della sussistenza di un principio di parità di trattamento con la possibilità di imporre obblighi ulteriori ai soci *durante societate*, senza il consenso degli oblati: l'AktG, a differenza del codice civile, prevede, infatti,

---

<sup>351</sup> Così efficacemente E. MALIMPENSA, *I nuovi tipi di circolazione forzata*, cit., 249, la quale però finisce per ammettere che l'esistenza di un diritto alla qualità di socio pare essere oggi l'unico diritto individuale insopprimibile; G. SANTONI, *Patti parasociali*, Napoli, 1985, 27.

<sup>352</sup> V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, cit., 188; V. SALAFIA, *Sottoscrizione delle quote e contribuzioni aggiuntive: una pratica diffusa*, in *Soc.*, 1995, 745; G. TANTINI, *I versamenti dei soci alla società*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo, G.B. Portale, vol. 1\*\*\*, Torino, 2004, 773 ss.; G.B. PORTALE, *Principio consensualistico e conferimento di beni in proprietà*, in *Riv. soc.* 1970, 913 ss.

<sup>353</sup> In questo senso si veda ancora Trib. Perugia, 29 febbraio 2008, cit.

espressamente, che il principio di parità di trattamento sia da ritenersi cogente anche per le società chiuse (§ 53a); se questo fosse sufficiente a garantire la legittimità dell'inserimento, a maggioranza, di obblighi ulteriori per i soci, non sarebbe stata affatto necessaria la successiva disposizione (§ 180), che richiede, invece, per questi casi, il consenso unanime dei soci interessati dalla modifica.

Insomma, tutti questi dati paiono confermare la preferibilità dell'opinione per cui, infine, non deve ritenersi ammesso che i privati e, nel caso di specie, la società, incidano negativamente nella sfera patrimoniale altrui con un semplice voto a maggioranza, senza aver ottenuto il consenso, se non dell'intera compagine, quantomeno dei soggetti oblati<sup>354</sup>.

Tornando, dunque, all'esempio già proposto della condizione che subordini la perdita del voto alla violazione di un obbligo statutariamente imposto<sup>355</sup>, ulteriore rispetto a quello del conferimento, rappresentato dal divieto di concorrenza, pare ora potersi svolgere un utile test delle conclusioni appena raggiunte. *Nulla quaestio*, dunque, qualora la clausola di non concorrenza sia inserita in statuto nella fase genetica della società, così come nel caso in cui, pure in un momento successivo, sia prevista come prestazione accessoria imposta ad azioni di nuova emissione (che soci o terzi saranno liberi o meno di sottoscrivere)<sup>356</sup>; diversamente, sarà necessario

---

<sup>354</sup> In questo senso cfr. F. D'ALESSANDRO, *La provincia del diritto societario inderogabile*, cit., 38, che afferma che «è bene che le parti siano lasciate libere di perseguire contrattualmente le loro reciproche convenienze, perché di queste nessuno può essere miglior giudice dei diretti interessati. Questa libertà trova però un limite quando l'attività delle parti generi esternalità, ossia quando la convenienza dei contraenti è ottenuta a spese di altri soggetti.»

<sup>355</sup> Appare persino superfluo, ma opportuno far notare che il fatto che la sanzione per la violazione non si concreti nel riscatto delle azioni e, quindi, "nell'espropriazione" del socio in concorrenza, ma nella mera privazione del diritto di voto, che è ormai, come più volte sottolineato, elemento del tutto disponibile ad opera della maggioranza non ha rilievo quanto alla necessità di ottenere il consenso unanime degli oblati: questo, infatti, è richiesto a monte in ragione della introduzione dell'obbligo ed indipendentemente dall'eventuale sanzione prevista dallo statuto in caso di sua violazione.

<sup>356</sup> Purchè tale clausola sia redatta nel rispetto dei limiti già evidenziati nel cap. I, par. 2.2.2. ed, in particolare, del limite della mera potestatività di cui all'art. 2351, c. 2 c.c. Sull'ammissibilità di prestazioni accessorie aventi ad oggetto obblighi di non fare cfr. M. BARALDI, *Sulle prestazioni accessorie all'obbligo dei conferimenti nelle società di capitali*, in *Contr.*

ottenere il consenso unanime di tutti gli oblati, indipendentemente, da un lato, dal fatto che, al momento dell'inserimento dell'evento condizionante in statuto, vi sia o meno qualche socio che già esercita attività in concorrenza<sup>357</sup> e, dall'altro, dalla circostanza che l'obbligo sia imposto in maniera egualitaria a tutto il capitale, oppure ad una sola categoria speciale di azioni già in circolazione<sup>358</sup>. Tale conclusione, del resto, appare anche coerente con il vigente divieto di assoggettare la spettanza del diritto di voto a condizioni meramente potestative, in ragione del più generale principio secondo cui i diritti di un soggetto non possono essere fatti dipendere dal libero volere di un altro<sup>359</sup>.

Ulteriore e decisiva conferma della soluzione illustrata si può rinvenire guardando al diritto di recesso come strumento di reazione messo a disposizione dei soci non consenzienti in tutti i casi in cui la maggioranza abbia il potere di incidere sui diritti dei singoli aderenti alla compagine, senza ottenere il loro consenso. Esaminando sempre l'esempio del divieto di concorrenza, che è legislativamente previsto solo per i soci di società di persone all'art. 2301 c.c. e per gli amministratori

---

*impr.*, 2002, 44 ss.; in particolare, sul divieto statutario di concorrenza, A. BENUSSI, *Considerazioni in ordine all'estromissione forzosa del socio nelle società di capitali*, in AA.VV., *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, a cura di P. Benazzo, M. Cera, S. Patriarca, Torino, 2011, 86 ss.

<sup>357</sup> Si ricorda che, *contra*, sembrano orientate le massime notarili già menzionate *supra*, spec. nelle note 343-344; cfr. anche E. MALIMPENSA, *L'obbligo di co-vendita statutaria (drag-along): il socio obbligato ha davvero bisogno di tutela?*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, 390.

<sup>358</sup> In questo caso, in coerenza a quanto si è argomentato in apertura del paragrafo, non verrebbe in gioco la tutela data dall'intervento dell'assemblea speciale *ex art.* 2376 c.c., posto che essa ha diritto a deliberare solo quando ad essere pregiudicato è il "diritto diverso" che rende speciale la categoria.

<sup>359</sup> C.M. BIANCA, *Le autorità private*, Napoli, 1977, 50 sostiene che «la disciplina legislativa prevede ipotesi di unilaterale determinazione del consenso ma solo da parte del terzo, e ciò risponde appunto ad un tradizionale orientamento, il quale nega che la parte interessata possa determinare a suo arbitrio il contenuto del contratto al di là dell'esercizio di una facoltà di scelta o di specificazione entro precisi riferimenti e obiettivi che evitino il pericolo dell'abuso». Tale affermazione è coerente con la *ratio* sottesa al divieto di condizione meramente potestativa, sia essa subordinata al volere dei soci (che hanno, evidentemente, in essa un interesse diretto in quanto sono parti del contratto associativo) o degli amministratori (che, per quanto non siano formalmente parte del negozio intercorrente tra azionisti e società, hanno comunque un interesse indiretto, specie se li si considera quali "agenti" dei soci di maggioranza).

di s.p.a. all'art. 2390 c.c., prova del fatto che una sua estensione anche a carico dei soci di s.p.a. per via statutaria non sia materia disponibile per la maggioranza si rinviene, allora, anche nel fatto che, qualora detta clausola fosse inserita successivamente alla costituzione della società, non darebbe origine al diritto di recesso, non rientrando in alcuna delle ipotesi di cui all'art. 2437 c.c.<sup>360</sup>. Infatti, anche l'unica fattispecie, i cui contorni non sono in effetti agevolmente definibili, che potrebbe sembrare comprendere una simile modifica statutaria, ossia quella di cui alla lett. g del primo comma, che attribuisce il diritto di recesso in caso di «*modifica dei diritti di voto e di partecipazione*», non pare poter venire in gioco in questa sede. Proprio in ragione del margine di ambiguità della norma, la dottrina ha provveduto, infatti, a restringere detta ipotesi, soprattutto per quanto concerne i diritti di partecipazione, pena l'eccessivo ampliamento delle circostanze in cui sarebbe possibile esercitare il recesso (che finirebbe per svuotare di significato l'elenco tassativo dei presupposti indicati dal legislatore), e il conseguente *vulnus* che ne deriverebbe all'integrità stessa del patrimonio sociale: così, per diritti di partecipazione si devono intendere solo i diritti amministrativi e patrimoniali compresi nel titolo e l'unica modifica considerata rilevante è quella diretta, di talché sarà concesso recedere solo a seguito di delibere che hanno per oggetto, e non anche per effetto la modifica di detti diritti<sup>361</sup>.

## **5. Situazione di patologia e rimedi disponibili.**

In conclusione, è opportuno dedicare brevi cenni all'analisi delle situazioni di patologia più comuni che si possono astrattamente verificare in relazione allo strumento del voto sottoposto a condizione e all'uso che l'autonomia statutaria e gli organi sociali decidono di farne. In particolare, sembra efficace operare una distinzione tra i casi in cui l'illiceità colpisce *ab origine* la stessa clausola condizionante, in ragione dell'illiceità del suo contenuto, da quelli in cui la

---

<sup>360</sup> G. DI CECCO, *Convertibilità e conversione*, cit., 231.

<sup>361</sup> Sul punto, senza pretesa di completezza, si vedano C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali*, cit., 184 ss.; M. VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione*, cit., 12 ss.; ID., *Modifiche di diritto, indirette e di fatto*, cit., 1055 ss.; ID., *Ancora sulle modifiche dei diritti di voto*, cit., 177 ss.; M. STELLA RICHTER JR., *Parere sul "punto g" dell'art. 2437 cod. civ.*, cit., 362 ss.; ID., *Ancora in tema di recesso*, cit., 149 ss.

previsione statutaria *ex se* sia perfettamente lecita, ma possa comunque ora realizzare una violazione di norme imperative ora, in ragione delle sue concrete modalità di funzionamento, lasciare spazio ad eventuali abusi ad opera dei soggetti che di volta in volta siano titolari di un potere in qualche modo collegato alla realizzazione dell'evento.

### **5.1. La condizione illecita.**

Innanzitutto, dunque, occorre domandarsi quale sia la conseguenza che deriva dall'inserimento in statuto di una clausola illecita, in quanto contraria ai limiti imposti dalla legge e, quindi, per esempio, che violi il divieto di condizionare la spettanza del diritto di voto del socio alla mera volontà di un altro soggetto (o, normalmente, di un organo sociale) o realizzi una discriminazione contraria al principio di parità di trattamento (come declinato nel corso del lavoro).

Banale, ma utile pare allora muovere dalla considerazione per cui il condizionamento del diritto di voto spettante al titolare di un'azione è solo uno dei numerosi casi in cui l'ordinamento disciplina una fattispecie in cui il verificarsi di un dato effetto giuridico viene fatto dipendere da un evento incerto: si pensi, per rimanere in ambito societario, alle ipotesi di riscatto, di conversione o ai limiti imposti alla circolazione delle azioni preventivamente vincolati al realizzarsi di una data circostanza; guardando, poi, più in generale al settore civilistico, si potrà far riferimento al contratto condizionato, alla clausola penale o quella risolutiva espressa. Guardando a questi ultimi casi, non pare potersi dar luogo a dubbi sul fatto che, in situazioni fisiologiche, l'inserimento dell'elemento accessorio della condizione inciderà solo sull'efficacia del negozio condizionato, ma mai sulla sua validità<sup>362</sup>: in altre parole, dunque, il contratto è senz'altro valido, ma (in caso di condizione sospensiva) non sarà idoneo a dispiegare i suoi effetti sino al momento della realizzazione dell'evento dedotto in condizione. Diverso è, invece, il caso "patologico" in cui la condizione abbia i caratteri della contrarietà alla legge ai sensi

---

<sup>362</sup> Cfr. per tutti R. SACCO, G. DE NOVA, *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da R. Sacco, Torino, 2004, 141.

dell'art. 1354 c.c.: in questa circostanza, infatti, essa sarà viziata da radicale nullità, sanzione che travolgerà tutto il contratto, se era la sua intera efficacia ad essere sottoposta ad una condizione, o la sola parte condizionata, con la conseguenza che, secondo il principio della nullità parziale di cui all'art. 1419 c.c., ad essere nulla sarà appunto solo la singola clausola, mentre la restante parte del contratto rimarrà valida ed operante.

Adattando queste considerazioni all'istituto che qui ci occupa, si dovrà, quindi, ritenere nulla una condizione che, ad esempio, conferisca all'organo amministrativo il pieno potere di decidere, liberamente e al di fuori di confini prestabiliti, quando ad un determinato socio spetti o meno il diritto di votare in assemblea: per l'effetto, dunque, la (sola) clausola condizionante dovrà considerarsi nulla, mentre tutto il resto del contratto, compresa l'adesione del singolo socio alla società stessa, sarà perfettamente valida, con la conseguenza che la condizione dovrà considerarsi come non apposta e il diritto di voto tornerà ad essere pienamente efficace ed attribuito al socio nella misura di *default* di un voto per azione<sup>363</sup>.

## **5.2. Violazione di norme imperative.**

Pare, altresì, utile valutare quali siano le conseguenze per il caso dell'emissione di azioni con voto condizionato che, pur perfettamente lecite sotto il profilo contenutistico, siano comunque idonee ad integrare una violazione di norme imperative.

Di fatto, tale ipotesi si risolve nel caso in cui vi siano dei titoli con voto sottoposto a condizione, strutturati in maniera tale da realizzare un sistema di voto sottoporzionale che, insieme con gli altri strumenti di "stabile menomazione" del diritto di voto regolati dal comma 2 dell'art. 2351 c.c., superino il limite imperativo della metà del capitale sociale previsto dal legislatore. Ci si domanda, dunque, quale debba essere la sorte delle azioni in eccedenza.

La dottrina individua in proposito tre diverse soluzioni, tutte percorribili e

---

<sup>363</sup> Con nessuna differenza che la condizione sia sospensiva o risolutiva, poiché essa si applica comunque ad una sola sua parte, e non a tutto il contratto. In questo senso cfr. F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni*, cit., 94; A. MAFFEI ALBERTI, *Sub art. 2351*, cit., 383.

parimenti idonee a ricondurre le proporzioni di composizione del capitale nei limiti di legge<sup>364</sup>.

La prima consisterebbe nel deliberare un aumento di capitale con emissione di sole azioni dotate di voto pieno, che sia sufficiente a ripristinare la proporzione rispettosa del limite di legge.

La seconda, intermedia, richiederebbe un'operazione societaria di modifica dei titoli già in circolazione, convertendo quelli che superano la soglia in azioni con voto pieno.

La terza soluzione comporterebbe, invece ed all'opposto, una riduzione del capitale che passi per l'annullamento delle azioni eccedenti, con conseguente rimborso, secondo le regole di legge, dell'investimento ai sottoscrittori.

### **5.3. Condotte errate o illecite e tutela del socio con voto sottoposto a condizione.**

Bisogna, infine, occuparsi dei casi in cui, in ragione delle concrete modalità di funzionamento della clausola, possa accadere che il socio con voto sottoposto a condizione sia leso nel riconoscimento del suo diritto, vuoi per un errore materiale del soggetto eventualmente incaricato della verifica dell'avveramento dell'evento, vuoi per un vero e proprio abuso da questo compiuto, quando nell'ambito dei suoi poteri rientri non solo quello di accertamento formale, ma anche una decisione di natura più sostanziale.

Premesso che sarebbe senz'altro opportuno che la clausola che introduce il condizionamento del diritto di voto provvedesse anche a regolamentare la modalità di accertamento della sua effettiva maturazione o perdita, ora identificando il soggetto incaricato di occuparsene, ora, per il caso in cui la verifica della spettanza del voto non possa essere svolta che in apertura di assemblea, individuando strumenti organizzativi idonei ad effettuare la rilevazione<sup>365</sup>, occorre interrogarsi sulle soluzioni da adottare nel silenzio dello statuto. Pare, allora, ragionevole ritenere che, a seconda del contenuto e delle finalità che lo strumento della condizione

---

<sup>364</sup> Cfr. per tutti A. A. ANGELILLIS, M.L. VITALI, *Sub art. 2351 c.c.*, cit., 414 ss.

<sup>365</sup> Così G.A. RESCIO, *Tetti di voto*, cit., 243 e nt. 40.

assume, debbano operarsi delle differenze: e così, qualora l'accertamento richiesto sia meramente formale (si pensi al caso della maturazione del voto, o di una sua maggiorazione, trascorso un dato periodo di tempo, specie nel caso in cui gli azionisti che vogliano avere accesso al beneficio siano tenuti, come nell'ipotesi di legge di cui all'art. 127-*quinquies*, c. 2 TUF, ad iscriversi in un apposito registro), sarà sufficiente che di ciò si occupi il presidente dell'assemblea in apertura dell'adunanza secondo le regole dettate dall'art. 2371 c.c.<sup>366</sup>; diversamente, qualora la spettanza del voto debba passare per il controllo di presupposti sostanziali (si pensi al caso, ampiamente discusso, della violazione di un divieto di concorrenza), la procedura dovrà verosimilmente sdoppiarsi in due fasi, con una prima ed autonoma valutazione riservata agli amministratori, seguita dalla già menzionata attività del presidente dell'assemblea in sede di verifica della partecipazione di soggetti legittimati<sup>367</sup>.

Nel caso di vaglio meramente formale, svolto da parte del presidente in apertura di assemblea, quanto alla effettiva realizzazione dell'evento dedotto in condizione e alla conseguente spettanza dei diritti di intervento e voto, occorrerà distinguere il caso della condizione risolutiva da quella sospensiva: nella prima ipotesi, infatti, in caso di errore del presidente, saranno ammessi all'intervento e al voto soggetti che in realtà avrebbero perso la relativa legittimazione; nella seconda, invece, non parteciperebbero allo svolgimento del procedimento assembleare soci che, invece, avrebbero maturato i relativi diritti. E così, allora, nel caso di condizione risolutiva, si debbono ritenere senza dubbio operanti le regole di cui all'art. 2377, c. 5 c.c., secondo cui l'intervento in assemblea di soggetti non titolati o la loro partecipazione al voto è vizio rilevante ai fini della valida impugnazione della delibera per annullabilità solo

---

<sup>366</sup> F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova spa*, Milano, 2004, 96.

<sup>367</sup> A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., 1295; la medesima soluzione è proposta, per quanto concerne i soggetti investiti del potere di accertamento dei requisiti necessari ad essere iscritti nel libro soci (che non è, poi, altro che atto preliminare e necessario per l'esercizio dei connessi diritti sociali), da L. STANGHELLINI, *Sub art. 2355-bis*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 619.

qualora dette irregolarità siano state determinanti per il raggiungimento dei *quorum* (rispettivamente) costitutivo e deliberativo<sup>368</sup>; ci si deve, invece, domandare, se da tale disciplina possa desumersi un principio di ordine generale, applicabile al caso opposto e, quindi, idoneo ad escludere la rilevanza dell'estromissione dall'esercizio dei diritti sociali di natura amministrativa di soggetti legittimati, nell'eventualità in cui la loro partecipazione (o voto) non sarebbero comunque stati determinanti al fine del raggiungimento dei *quorum*: nell'incertezza delle soluzioni proposte dagli interpreti<sup>369</sup>, si ritiene più coerente escludere l'estensibilità del principio quantomeno al caso dei vizi procedimentali, posto che l'intervento del socio e la sua partecipazione al dibattito, anche quando non determinanti, potrebbero astrattamente avere una influenza sull'effettivo esito della votazione<sup>370</sup>.

In relazione alla problematica appena trattata occorre aggiungere due sintetiche, ma non trascurabili considerazioni: nel caso in cui i vizi non siano da considerarsi rilevanti, resta sempre e comunque salvo il diritto del socio estromesso dal potere di impugnazione della delibera ad ottenere il risarcimento del danno comunque patito; nel caso in cui, invece, l'azione reale di annullamento possa essere validamente proposta in giudizio, scontato appare che il potere dell'autorità giudiziaria sia ridotto ad avere carattere meramente "cassatorio", non potendo mai, viceversa, assumere la

---

<sup>368</sup> Sul punto cfr., *ex multis*, G. COTTINO, *Diritto societario*, cit., 376; F. FERRARA JR., F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, cit., 515; B. LIBONATI, *Corso di diritto commerciale*, cit., 143; F. GUERRIERI, *Sub art. 2377 c.c.*, cit., 547 ss.; R. LENER, *Sub art. 2377 c.c.*, cit., 546.

<sup>369</sup> Nel senso dell'applicabilità analogica cfr. C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006, 112; R. SACCHI, *Gli effetti della sentenza che accoglie l'impugnazione di delibere assembleari di s.p.a.*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2012, I, 141 ss. *Contra* M. CENTONZE, *L'inesistenza delle delibere assembleari di s.p.a.*, Torino, 2008, 24 ss.; F. GUERRIERI, *Sub art. 2377 c.c.*, cit., 549 ss.; R. RORDORE, *Sub art. 2377 c.c.*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, vol. 1, t. 1, Padova, 2010, 847 ss.

<sup>370</sup> Per l'esclusione della generalizzazione del principio della prova di resistenza ai vizi procedimentali di veda C. PATRIARCA, *Sub art. 2377 c.c.*, cit., 1056.

Quanto alla potenziale rilevanza della partecipazione al dibattito del socio, si rinvia alle considerazioni già svolte *supra* al par. 2.1. del presente capitolo relativo al diritto di intervento in assemblea.

funzione di accertamento costitutivo dell'intervenuta adozione di altra proposta<sup>371</sup>.

Quanto al diverso caso del necessario intervento preventivo di un organo sociale nel procedimento di verifica dell'avveramento della condizione (si pensi, ancora, al caso emblematico della violazione di un divieto di concorrenza), bisogna distinguere due diverse ipotesi: qualora detta valutazione sia riservata, come appare naturale che sia, all'organo amministrativo, sembra ragionevole ritenere che il socio ingiustamente privato del voto possa rivolgersi all'autorità giudiziaria per il tramite dell'azione individuale riservata a soci e terzi per danni direttamente cagionati al loro patrimonio da condotte lesive degli amministratori (art. 2395 c.c.)<sup>372</sup>; se, invece, la clausola condizionante conferisse espressamente competenza sul vaglio relativo alla sussistenza dei presupposti di avveramento della condizione all'organo assembleare, si potrebbe ritenere operante il rimedio dell'impugnazione della delibera per abuso di maggioranza<sup>373</sup> o, qualora il socio non potesse accedere al rimedio demolitorio, quello residuale sempre disponibile del risarcimento del danno.

---

<sup>371</sup> Cfr. ancora C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, cit., 113 ss.; F. GUERRIERI, *Sub art. 2377 c.c.*, cit., 558; R. RORDORF, *Sub art. 2377 c.c.*, cit., 847.

<sup>372</sup> Su detto rimedio residuale cfr. in generale M. MOZZARELLI, *Sub art. 2395 c.c.*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Milano, 2016, vol. I, 1459 ss.; F. BONELLI, *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, Milano, 1992; A. BORGIOI, *La responsabilità degli amministratori per danno diretto ex art. 2395 c.c.*, cit., 699 ss.; A. DE NICOLA, *Sub art. 2395 c.c.*, in *Amministratori*, a cura di F. Ghezzi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2005, 657 ss.

<sup>373</sup> Sul tema cfr., *ex multis*, A. STABILINI, *L'abuso della regola di maggioranza nelle società di capitali*, in *Soc.*, 2011, 841 ss.; E. FREGONARA, A. MONTEVERDE, *L'abuso del diritto nelle società di capitali*, in *Giur. it.*, 2015, 737 ss.; M.V. ZAMMITTI, *Il principio di correttezza e buona fede come limite all'abuso di maggioranza*, in *Soc.*, 2016, 835 ss.; F. RIGANTI, *Note in tema di abuso della maggioranza e interesse sociale*, in *Giur. it.*, 2017, 1893 ss.

## BIBLIOGRAFIA

### Opere citate

AA.VV., *Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States*, edited by T. Baums, E. Wymeersch, The Hague, London, Boston, 1999

AA.VV., *I diritti degli azionisti nelle società quotate*, a cura di N. Ciocca, G. Marasà, Torino, 2015

AA.VV., *Model Business Corporation Act*, a cura di American Bar Association, Corporate Laws Committee, Chicago, 2016

AA.VV., *Principio capitalistico. Quo vadis?*, a cura di F. Briolini, Torino, 2016

AA.VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, a cura di U. Tombari, Torino, 2017

ABBADESSA P., *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in *Impresa e mercato, Studi dedicati a Mario Libertini*, vol. I, a cura di V. Di Cataldo, V. Meli, R. Pennisi, Milano, 2015, 3 ss.

ABRIANI N., *Sub art. 2351 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2004, 310 ss.

ABRIANI N., *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, vol. IV, t. 1, Padova, 2010, 231 ss.

ABRIANI N., *L'assemblea*, in *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, vol. IV, t. 1, Padova, 2010, 433 ss.

ABRIANI N., *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, in *Giust. civ.*, 2014

ABRIANI N., ANGELICI C., CALANDRA BUONAURA V., CIOCCA N., COSTI R., DENOZZA F., GUIZZI G., LIBERTINI M., MONTALENTI P., SCOGNAMIGLIO G., VELLA F., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 211 ss.

ABU AWWAD A., *Abuso delle categorie di azioni e patti parasociali*, in *Riv. soc.*, 2016, 1070 ss.

ABU AWWAD A., *Sub art. 2376 c.c.*, in *Le società per azioni*, vol. I, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Milano, 2016, 1032 ss.

ACCETTELLA F., *L'assegnazione non proporzionale delle azioni*, Milano, 2018

ADAMS R., FERREIRA D., *One Share-One Vote: The Empirical Evidence*, in *Review of Finance*, 2008, 51 ss.

ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCiano N., *La deviazione dal principio*

“un’azione – un voto” e le azioni a voto multiplo, in *Quaderni giuridici Consob*, n. 5/2014, in [www.consob.it](http://www.consob.it)

AMATUCCI V., *Le società unipersonali e la qualificazione del rapporto giuridico*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1964, 133 ss.

ANGELICI C., *La società nulla*, Milano, 1975

ANGELICI C., *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 1 ss.

ANGELICI C., *Le azioni*, in *Il codice civile. Commentario*, diretto da P. Schlesinger, Milano, 1992

ANGELICI C., *Le basi contrattuali della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, vol. 1, diretto da G.E. Colombo, G.B. Portale, Torino, 2004

ANGELICI C., *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006

ANGELILLIS A., MOSCA C., *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto e sulla posizione espressa nel documento della Commissione Europea*, in *Riv. soc.*, 2007, 1106 ss.

ANGELILLIS A., VITALI M.L., *Sub art. 2351 c.c.*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 371 ss.

ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, IV ed., Torino, 2008

ARNOLD M., *Sub § 134 e 139-141 AktG*, in *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, vol. 3, a cura di W. Goette, M. Habersack, Monaco, 2018, 882 ss.

ASCARELLI T., *Sui limiti statutari alla circolazione delle azioni e sui diritti individuali degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1931, II, 487 ss.

ASCARELLI T., *Sui poteri della maggioranza nelle società per azioni ed alcuni loro limiti*, in *Riv. dir. comm.*, 1950, I, 169 ss.

ASCARELLI T., *Interesse sociale ed interesse comune nel voto*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1951, 1145 ss.

ASCARELLI T., *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 3 ss.

ASQUINI A., *Le azioni privilegiate a voto limitato*, in *Riv. soc.*, 1961, 929 ss.

AULETTA G., *L’ordinamento della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1961, 1 ss.

BAINBRIDGE S., ANABTAWI I., KIM S.H., PARK J., *Can Delaware be dethroned?*, Cambridge, 2018

BALZARINI P., *Le azioni di risparmio*, in *Riv. soc.*, 1982, 277 ss.

- BARALDI M., *Sulle prestazioni accessorie all'obbligo dei conferimenti nelle società di capitali*, in *Contr. impr.*, 2002, 44 ss.
- BARCA F., BECHT M., *The Control of Corporate Europe*, Oxford, 2001
- BARCELLONA E., *Clausole di put & call a prezzo predefinito: fra divieto di patto leonino e principio di corrispettività*, Milano, 2004
- BARCELLONA E., *Rischio e potere nel diritto societario riformato fra golden quota di s.r.l. e strumenti finanziari di s.p.a.*, Torino, 2012
- BARCELLONA E., *Sub artt. 2351 c. 4 c.c. e 127-sexies TUF*, in *Le società per azioni*, vol. I, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Milano, 2016, 565 ss.
- BARCELLONA E., "Control enhancing mechanisms" e "governance" della società a responsabilità limitata: quali limiti all'autonomia privata?, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di M. Irrera, Torino, 2020, 489 ss.
- BARTALENA A., *Le prestazioni accessorie*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo, G.B. Portale, vol. 1\*\*\*, Torino, 2004, 803 ss.
- BAUMS T., *Höchststimmrechte*, in *Die Aktiengesellschaft*, 1990, 221 ss.
- DE BEAUFORT V., *One share - one vote, the new holy graal?*, in *ESSEC Working Papers*, 2007, n. DR07009.
- BEBCHUK L.A., *Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2003, 713 ss.
- BEBCHUK L.A., KASTIEL K., *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, in *Virginia Law Review*, 2017, 585 ss.
- BECHT M., KAMISARENKA Y., PAJUSTE A., *Loyalty Shares with Tenure Voting - a Coasian Bargain? Evidence from the Loi Florange Experiment*, in <https://ecgi.global/content/loyalty-shares>, 2018
- BELVISO A., *Il significato delle azioni di risparmio*, in *Giur. comm.*, 1976, I, 779 ss.
- BENAZZO P., *Autonomia statutaria e quozienti assembleari nelle società di capitali*, Padova, 1999
- BENAZZO P., *Le "pene civili" nel diritto privato d'impresa*, Milano, 2005
- BENAZZO P., *Le OPA volontarie*, in *Il testo unico finanziario. Mercati ed emittenti*, vol. II, a cura di M. Cera, G. Presti, Bologna, 2020, 1345 ss.
- BENCINI R., *I sindaci tra denuncia di gravi irregolarità ed azione di responsabilità nei confronti degli amministratori*, in *Il collegio sindacale. Le nuove regole*, Milano, 2007, 471

ss.

BENNEDESEN M., NIELSEN K.M., *The Impact of a Break-Through Rule on European Firms*, in *European Journal of Law and Economics*, 2004, 259 ss.

BENUSSI A., *Considerazioni in ordine all'estromissione forzata del socio nelle società di capitali*, in AA.VV., *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, a cura di P. Benazzo, M. Cera, S. Patriarca, Torino, 2011, 60 ss.

BERGER D.J., DAVIDOFF S., BENJAMIN A.J., *Tenure Voting and the U.S. Public Company*, in *Business Lawyer*, 2017, 72, 295 ss.

BERTINI A., *Contributo allo studio delle situazioni giuridiche degli azionisti*, Milano, 1951

BERTINI L.M., *Le azioni a voto limitato, condizionato, contingentato e scaglionato*, in *Società e contratti, bilancio e revisione*, n. 5, 2018

BERTOLOTI A., *Disposizioni generali sulle società*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, Torino, 2008, 85 ss.

BERTOLOTI A., *Le competenze*, in *Assemblea e amministratori*, a cura di G. Cavalli, Torino, 2013, 4 ss.

BIANCA C.M., *Le autorità private*, Napoli, 1977

BIANCHI L.A., *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Milano, 2002

BIGELLI M., *Le azioni di risparmio. Un'analisi economica e gli effetti sulla governance dell'impresa*, Bologna, 2003

BIONE M., *Le azioni di risparmio tra mito e realtà*, in *Giur. comm.*, 1975, I, 164 ss.

BIONE M., *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo, G.B. Portale, vol. 2\*, Torino, 1991

BIONE M., *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 663 ss.

BIONE M., *Voto capitaro nella s.p.a.?*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 625 ss.

BIONE M., *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 266 ss.

BLACK B.S., COFFEE J.C. JR., *Hail Britannia?: Institutional Invest or Behavior Under Limited Regulation*, in *Michigan Law Review*, 1994, 1997 ss.

BLACK B.S., KRAAKMAN R., *A Self Enforcing Model of Corporate Law*, in *Harvard Law Review*, 1996, 1911 ss.

BLANDINI A., *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 467 ss.

BLANDINI A., *Categorie di quote, categorie di soci*, Milano, 2009

- BOLTON P., SAMAMA F., *Loyalty-Shares: Rewarding Long-term Investors*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 2013, 86 ss.
- BONELLI F., *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, Milano, 1992
- BORGIOLI A., *La responsabilità degli amministratori per danno diretto ex art. 2395 c.c.*, in *Giur. comm.*, 1981, II, 699 ss.
- BORGIOLI A., *Le clausole di gradimento nella legge n. 281 del 1985*, in *Giur. comm.*, 1986, I, 35 ss.
- BOURVEAU T., BROCHET F., GAREL A., *The Effect of Tenure-Based Voting Rights on Stock Market Attractiveness: Evidence From the Florange Act*, in [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3324237](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3324237), 2019.
- BRATTON W. W., *Venture Capital on the Downside: Preferred Stock and Corporate Control*, in *Michigan Law Review*, vol. 100, 2002, 902 ss.
- BRUNO F., ROZZI A., *Dall'azione di risparmio all'azione di sviluppo: il primo strumento finanziario ibrido «qualificato»*, in *Soc.*, 2008, 832 ss.
- BUONOCORE V., *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1967
- BURKART M., GROMB D., PANUNZI F., *Why Higher Takeover Premia Protect Minority Shareholders*, in *Journal of Political Economy*, 1998, 172 ss.
- BURKART M., LEE S., *The One Share - One Vote Debate: A Theoretical Perspective*, in *ECGI Finance Working Papers*, n. 176/2007
- BURKART M., LEE S., *One Share-One Vote: The Theory*, in *Review of Finance*, 2008, 1 ss.
- BUSANI A., SAGLIOCCA M., *Le azioni non si contano, ma si 'pesano': superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in *Società*, 2014, 1048 ss.
- BUSI C.A., *Assemblea e decisioni dei soci nelle società per azioni e nelle società a responsabilità limitata*, in *Trattato di Diritto dell'Economia*, diretto da E. Picozza, E. Gabrielli, Padova, 2007
- CAGNASSO O., *Sub art. 2506-bis c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*, vol. 3\*\*\*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2004, 2363 ss.
- CAGNASSO O., *Il socio di s.r.l. privo del diritto di voto. Qualche riflessione in tema di proprietà e controllo nell'ambito delle società P.M.I.*, in *NDS*, 2018, 915 ss.
- CALVOSA L., *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995
- CALVOSA L., *La partecipazione eccedente e i limiti al diritto di voto*, Milano, 1999
- CALVOSA L., *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. dir.*

*comm.*, 2006, I, 195 ss.

CAMPOBASSO G.F., *Le azioni di risparmio nel progetto di riforma delle società commerciali*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1969, I, 69 ss.

CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale, 2, Diritto delle società*, Torino, 2015

CAMPOBASSO M., Sub art. 2344 c.c., in *Le società per azioni*, vol. I, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Milano, 2016, 433 ss.

CAPIZZI A., *Conversione obbligatoria di azioni di risparmio in ordinarie, parità di trattamento, alienazione di azioni di s.p.a. ante causam e perdurante titolarità del diritto al risarcimento ex art. 2377, 3° co., c.c.*, in *Giur. comm.*, 2013, II, 274 ss.

CARBONI B., *Riflessioni in tema di intervento alla assemblea ordinaria da parte dei titolari di azioni privilegiate a voto limitato*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1974, 87 ss.

CARIELLO V., *Azioni a voto potenziato, "voti plurimi senza azioni" e tutela dei soci estranei al controllo*, in *Riv. soc.*, 2015, 164 ss.

CARUSI D., *Condizione e termini*, in *Trattato del contratto*, vol. III, diretto da V. Roppo, Milano, 2006, 265 ss.

CASELLA M., *Legittimità del voto a scalare nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1973, 417 ss.

CASTELLANO G., *Fine delle clausole di gradimento?*, in *Giur. comm.*, 1978, II, 639 ss.

CASTELLANO G., *Declino delle clausole di gradimento*, in *Giur. comm.*, 1983, II, 153 ss.

CENTONZE M., *L'inesistenza delle delibere assembleari di s.p.a.*, Torino, 2008

CHIAPPETTA F., Sub art. 2377 c.c., in *Assemblea*, a cura di A. Picciau, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 279 ss.

CHIEFFI A., BRUNO F., *L'Azione Sviluppo e la Consob: riflessioni in memoria della passivity rule*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 788 ss.

CIAN M., SANDEI C., Sub art. 2351 c.c., in *Delle società*, a cura di D. U. Santosuosso, Torino, 2015, 937 ss.

CIVERRA E., *Società di capitali e posizione del socio*, Milano, 2010

CIVITELLI M., *La riforma delle società di capitali e le azioni di risparmio*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 504 ss.

COFFEE J.C. JR., *Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor*, in *Columbia Law Review*, 1991, 1277 ss.

COLAVOLPE A., *Azioni e altri strumenti partecipativi nella S.p.A.*, Milano, 2010

- CONAC P., *The New French Preferred Shares: Moving Towards a More Liberal Approach*, in *European Company and Financial Law Review*, 2005, 487 ss.
- 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, G.B. Portale, vol. 3\*\*, Torino, 1993, 501 ss.
- COSTI R., DI CHIO G., *Società in generale, società di persone, associazione in partecipazione*, in *Giurisprudenza sistematica di diritto civile e commerciale*, a cura di W. Bigiavi, Torino, 1991
- COTTINO G., *Diritto societario*, a cura di O. Cagnasso e con la collaborazione di A. Bertolotti, Padova, 2011
- COTTINO G., *Dal "vecchio" al "nuovo" diritto azionario: con qualche avviso ai naviganti*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 5 ss.
- COUPET C., *L'attribution du droit de vote dans les sociétés*, Issy-Les-Moulineaux, 2015
- COURET A., *Le plafonnement du droit de vote dans les sociétés anonymes*, in *Droit et patrimoine*, 1993, 50 ss.
- COX J.D., HAZEN T.L., *Corporations*, vol. II, New York, 2003
- CRISAFULLI V., *La costituzione e le sue disposizioni di principio*, Milano, 1953
- CRIVELLARI F., *L'assegnazione di azioni in misura non proporzionale ai conferimenti: profili operativi*, in *Riv. not.*, 2010, III, 1147 ss.
- CROCI E., *Controlling-Enhancing Mechanisms: Loyalty Shares and Multiple-Voting Shares in Italy*, in <https://ecgi.global/content/loyalty-shares>, 2018.
- CUSA E., *Il socio finanziatore nelle cooperative*, Milano, 2006
- D'ALESSANDRO F., *La Seconda direttiva e la parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. soc.*, 1987, 1 ss.
- D'ALESSANDRO F., *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giur. comm.*, 1990, I, 557 ss.
- D'ALESSANDRO F., «*La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata*». *Overo: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2003, 34 ss.
- D'ATTORRE G., *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2007
- D'ATTORRE G., *Opa obbligatoria statutaria e sospensione del diritto di voto*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 679 ss.
- DALLAS L., *Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance*, in *The journal of corporation law*, 2012, 266 ss.

- DALLAS L., BARRY J.M., *Long-Term Shareholders and Time-Phased Voting*, in *Delaware Journal of Corporate Law*, 2015, 541 ss.
- DAUNER-LIEB B., Sub § 11-12, in *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, vol. 1, a cura di W. Zöllner, U. Noack, Köln, 2011, 116 ss.
- DE ACUTIS M., *Le azioni di risparmio*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 1981
- DE LUCA N., *Partecipazione «azionaria» e tipicità delle società di capitali*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, 867 ss.
- DE LUCA N., *Premi di fedeltà ed eguaglianza tra azionisti: riflessioni sull'art. 127-quater t.u.f.*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 23 ss.
- DE LUCA N., Sub art. 2366 c.c., in *Le società per azioni*, vol. I, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Milano, 2016, 895 ss.
- DE LUCA N., Sub art. 2367 c.c., in *Le società per azioni*, vol. I, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Milano, 2016, 897 ss.
- DE NICOLA A., Sub art. 2395 c.c., in *Amministratori*, a cura di F. Ghezzi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2005, 657 ss.
- DEAKIN S., SLINGER G., *Hostile Takeovers, Corporate Law, and the Theory of the Firm*, in *24 Journal of Law and Society*, 1997, 124 ss.
- DEBRUT V., *L'aménagement statutaire du droit de vote dans la société anonyme, Mémoire présenté pour l'obtention du Master II Recherche Droit Privé Fondamental Université de Poitiers*, in <http://ecrirelaregledujeu.fr/wp-content/uploads/2018/06/Debrut.-Am%C3%A9nagement-statutaire-droit-de-vote-SA.pdf>, 2006.
- DENOZZA F., *Responsabilità dei soci e rischio d'impresa nelle società personali*, Milano, 1973
- DENOZZA F., *Sopravvivenza (ma entro quali limiti?) delle clausole di gradimento*, in *Giur. comm.*, 1979, II, 10 ss.
- DENOZZA F., *Quattro variazioni sul tema "contratto, impresa e società nel pensiero di Carlo Angelici"*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 480 ss.
- DENOZZA F., *Logica dello scambio e «contrattualità»: la società per azioni di fronte alla crisi*, in *Giur. Comm.*, 2015, I, 5 ss.
- DESANA E., *OPA e tecniche di difesa. Dalle misure difensive «successive» a quelle «preventive»*, Milano, 2003
- DESANA E., *Le azioni e il diritto di voto*, in *Il nuovo diritto societario. Profili civilistici, processuali concorsuali, fiscali e penali*, vol. I, a cura di S. Ambrosini, Torino, 2005, 117

ss.

DE GIOIA-CARABELLESE P., *Sub. art. 104 TUF*, in *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, a cura di G. Fauceglia, Torino, 2010, 51 ss.

DI CECCO G., *Convertibilità e conversione dei titoli azionari*, Milano, 2012

DUNLAVY C.A., *Social conception of the corporation: insights from the history of shareholder voting rights*, in *Washington and Lee Law Review*, 2006, 1356 ss.

EASTERBROOK F.H., FISCHER D.R., *Takeover Bids, Defensive Tactics, and Shareholders' Welfare*, in *Business Lawyer*, 1981, 1733 ss.

EASTERBROOK F.H., FISCHER D.R., *Voting in Corporate Law*, in *The Journal of Law and Economics*, 1983, 395 ss.

EASTERBROOK F.H., FISCHER D.R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard, 1991 (trad. it., *L'economia delle società per azioni*, Milano, 1996)

ENRIQUES L., *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Bologna, 2003

ENRIQUES L., *US and Italian Corporate Law: Faraway, so Close (Diritto societario statunitense e diritto societario italiano: In weiter Ferne, so nah)*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 274 ss..

EREDE M., *Sub art. 2344 c.c.*, in *Costituzione-Conferimenti*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2007, 447 ss.

ESPOSITO M., *Profili costituzionali dell'autonomia privata*, Padova, 2003

FABOZZI F.J., PETERSON DRAKE P., POLIMENI R.S., *The Complete CFO Handbook: From Accounting to Accountability*, Hoboken, 2007

FACCIO M., LANG L.H.P., *The ultimate ownership of Western European Corporations*, in *Journal of Financial Economics*, 2002, 365 ss.

FALZEA A., *La condizione e gli elementi dell'atto giuridico*, Milano, 1941

FALZEA A., *Condizione (dir. civ.)*, in *Enc. giur. Treccani*, VII, Roma, 1988, 7

F. FERRARA JR., F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2011

FERRARINI G., *Le difese contro le O.P.A. ostili. Analisi economica e comparazione*, in *Riv. soc.*, 2000, 737 ss.

FERRARINI G., «Un'azione-un voto»: un principio europeo?, in *Riv. soc.*, 2006, 24 ss.

FERRELL A., *Why Continental European Takeover Law Matters*, in *Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 454*, 2003

- FERRI G., *Potere e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 35 ss.
- FERRI G., *Il nuovo corso della giurisprudenza della Cassazione in tema di clausole di gradimento*, in *Foro it.*, 1979, I, 2721 ss.
- FERRI G. JR., *Investimento e conferimento*, Milano, 2001
- FERRI G. JR., *Azioni a voto plurimo e voto maggiorato: profili tipologici*, in *Riv. not.*, 2015, 761 ss.
- FICO D., GORI B., *L'assemblea nelle società di capitali. Competenze e funzionamento dell'organo assembleare alla luce della riforma del diritto societario*, Milano, 2003
- FIORIO P., *Sub art. 2370 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*, vol. I, a cura di G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2004, 534 ss.
- FORTUNATO S., *I principi ispiratori della riforma delle società di capitali*, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, III, 2, Milano, 2005, 2589 ss.
- FREGONARA E., *Le clausole di mero gradimento nel nuovo sistema societario tra "apertura" e "chiusura"*, in *Contr. e impr.*, 2003, 1319 ss.
- FREGONARA E., MONTEVERDE A., *L'abuso del diritto nelle società di capitali*, in *Giur. it.*, 2015, 737 ss.
- FRIGENI C., *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, 2009
- GALGANO F., *Il principio di maggioranza nelle società personali*, Padova, 1960
- GALGANO F., *Quale informazione per gli azionisti privilegiati a voto limitato?*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1986, 507 ss.
- GALGANO F., *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, Padova, 2003, 130.
- GAMBINO A., *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. comm.*, 1979, I, p. 378 ss.
- GAMBINO A., *Verso la riforma della società per azioni non quotata*, in *Riv. soc.*, 1998, 1581 ss.
- GATTI M., *Le azioni con voto subordinato all'effettuazione di un'opa e l'«autorizzazione di conferma»*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 511 ss.
- GATTI M., *Appunti sulla nozione di partecipazione rilevante per i presupposti e per l'oggetto dell'opa successiva alla luce della riforma del t.u.f.*, in *Dir. banca e mercato fin.*, 2005, II, 163 ss.
- GATTI M., *Scelte opzionali e reciprocità nella direttiva in materia di offerte pubbliche di*

- acquisto*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2005, II, 416 ss.
- GATTI S., *Casi di discussa applicabilità delle clausole statutarie di gradimento al trasferimento delle partecipazioni sociali*, in *Riv. dir. comm.*, 1973, II, 26 ss.
- GERMAIN M., MAGNIER V., *Les sociétés commerciales*, Issy-Les-Moulineaux, 2017
- GHIDINI M., *Contributo agli studi per la riforma delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1963, 621 ss.
- GIAMPAOLINO C.F., *Le azioni speciali*, Milano, 2004
- GIAMPAOLINO C.F., *Clausola di co-vendita (drag-along) ed "equa" valorizzazione dell'azione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, 523 ss.
- GIAMPAOLINO C.F., *Azioni a voto maggiorato e azioni a voto plurimo*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 779 ss.
- GIANNELLI G., *Sub art. 2409 c.c.*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Milano, 2016, vol. I, 1740 ss.
- GILSON R. J., *The Political Ecology of Takeovers: Thoughts On Harmonizing the European Corporate Governance Environment*, in *Fordham Law Review*, 1992, 161 ss.
- GILSON R.J., *Unocal Fifteen Years Later (and What We Can Do About It)*, in *26 Delaware Journal of Corporate Law*, 2001, 491 ss.
- GINEVRA E., *La disciplina degli emittenti*, in *Diritto commerciale*, vol. 2, a cura di M. Cian, Torino, 2014
- GIORDANO D., *Le limitazioni all'autonomia privata nelle società di capitali*, Milano, 2006
- GIORGIANNI M., *Il diritto privato ed i suoi attuali confini*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1961, 391 ss.
- GORDON SMITH D., *The Shareholder Primacy Norm*, in *Journal of Corporation Law*, 1998, 277 ss.
- GÖTZE C., *Sub § 53a*, in *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, vol. 1, a cura di W. Goette, M. Habersack, Monaco, 2019, 1326 ss.
- GRAZIANI A., *Diritto delle società*, 5° ed., Napoli, 1962
- GROSSMAN S.J., HART O.D., *One share-one vote and the market for corporate control*, in *Journal of Financial Economics*, 1988, 175 ss.
- GROSSO P., *Categorie di azioni ed assemblee speciali. Il diritto italiano nel contesto comunitario*, Milano, 1999
- GUARNIERI A., *L'ordine pubblico e il sistema delle fonti del diritto civile*, Padova, 1974

- GUERRA S., *La convertibilità tra azioni ordinarie e azioni di risparmio: clausole e modalità*, in *Not.*, 1996, 47 ss.
- GUERRERA F., *La responsabilità «deliberativa» nelle società di capitali*, Torino, 2004
- GUERRERA F., *La scissione tra proprietà e voto nella s.p.a.: doveri, abusi, rimedi*, in *Principio capitalistico. Quo vadis?*, a cura di F. Briolini, Torino, 2016, 195 ss.
- GUERRIERI F., *Sub art. 2377 c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società*, vol. 1, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2005, 514 ss.
- GUIDA P., *L'assegnazione di partecipazioni sociali in misura non proporzionale al conferimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 399 ss.
- GUYON Y., *Les sociétés. Aménagements statutaires et conventions entre associés*, Paris, 1999
- HARRIS M., RAVIV A., *Corporate control contests and capital structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1988, 55 ss.
- HAYDEN G.M., BODIE M.T., *One share, One vote and the false promise of shareholders homogeneity*, in *Cardozo Law Review*, 2008, 446 ss.
- HEIDER K., *Sub § 11-12*, in *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, vol. 1, a cura di W. Goette, M. Habersack, Monaco, 2019, 328 ss.
- HU H.T.C., BLACK B.S., *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in *Southern California Law Review*, 2006, 811 ss.
- IMMENGA U., *Grenzen einer nachträglichen Einführung von Stimmrechtsbeschränkungen*, in *BB*, 1975, 1042 ss.
- ISS, SHERMAN & STERLING, ECGI, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, 2006, in [http://ec.europa.eu/commission/index\\_en](http://ec.europa.eu/commission/index_en)
- JAEGER P.G., *Il voto divergente nella società per azioni*, Milano, 1976
- JAEGER P.G., *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. comm.*, 1979, I, 378 ss.
- JARRELL G.A., POULSEN A.B., *Dual-class recapitalizations as antitakeover mechanisms: the recent evidence*, in *Journal of Financial Economics*, 1988, 129 ss.
- JENSEN M.C., WARNER J.B., *The Distribution of Power Among Corporate Managers, Shareholders, and Directors*, in *Journal of Financial Economics*, 1988, 3 ss.
- JENSEN M.C., *Takeovers: Their Causes and Consequences*, in *The Journal of Economic Perspectives*, 1988, 21 ss..
- KADDOUCH R., *Le droit de vote attaché aux actions de preference*, in *Dr. sociétés*, 2005, 38 ss..

- KALSS S., *Das Höchststimmrecht als Instrument zur Wahrung des Aktionärsinflusses*, San Domenico di Fiesole, 1992
- KAPLAN S.N., STROMBERG P., *Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*, in *Review of Economic Studies*, 2003, vol. 70, 281 ss.
- KHACHATURYAN A., *Trapped in delusion: democracy, fairness and the one share one vote rule in the European Union*, in *European business organization law review*, 2007, 350 ss.
- KRAAKMAN R., ARMOUR J., DAVIES P., ENRIQUES L., HANSMANN H., HERTIG G., HOPT K., KANDA H., PARGENDLER M., RINGE W.G., ROCK E., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford, 2017
- LA MARCA E., *Azioni(sti) con voto maggiorato: primi spunti*, in [www.ibattellidelreno.uniba.it](http://www.ibattellidelreno.uniba.it)
- LA SALA G.P., *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, 2011
- LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001
- LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni, da parte della società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2003, 519 ss.
- LAMANDINI M., *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 491 ss.
- LAURINI F., *Sub art. 2374 c.c.*, in *Assemblea*, a cura di A. Picciau, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 205 ss.
- LEGEAIS D., *Droit commercial et des affaires*, Parigi, 2018
- LENER R., *Sub art. 2377 c.c.*, in *Società di Capitali. Commentario*, vol. 1, a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 545 ss.
- LENER R., *L'intervento in assemblea*, in *Società per azioni. L'assemblea*, in *Trattato di diritto commerciale*, fondato da V. Buonocore e diretto da R. Costi, Torino, 2012, 97 ss.
- LENER R., *Intervento in assemblea e diritto di voto dopo la riforma delle S.P.A.*, in AA.VV., *Scritti in onore di Nicola Picardi*, vol. II, a cura di A. Briguglio, R. Martino, A. Panzarola, B. Sassani, Pisa, 2016, 1433 ss.
- LIBERTINI M., MIRONE A., SANFILIPPO P.M., *Sub art. 2346 c.c.*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. D'Alessandro, Padova, 2010, 197 ss.
- LIBERTINI M., *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco*

- Denozza, in difesa dello "istituzionalismo debole", in *Giur. comm.*, 2014, I, 669 ss.
- LIBERTINI M., ANGELICI C., *Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I, 3 ss.
- LIBONATI B., *Rapporto di cambio e fusione fra società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1979, II, 114 ss.
- LIBONATI B., *Corso di diritto commerciale*, Milano, 2009
- LIPTON M., ROWE P.K., *Pills, Polls, and Professors: A Reply to Professor Gilson*, in *27 The Delaware Journal of Corporate Law*, 2002, 1 ss.
- LO IACONO G., MARCOZ G., *Assegnazione non proporzionale e sottoscrizione di azioni di S.p.a.*, in *Riv. not.*, 2008, I, 307 ss.
- LUPETTI M., *Conversione "forzata" di azioni a voto pieno in azioni a voto limitato*, in *Soc.*, 2006, 1367 ss.
- LUTTER M., SCHNEIDER U.H., *Die Beteiligung von Ausländern an inländischen Aktiengesellschaften*, in *ZGR*, 1975, 182 ss.
- MACEY J.R., *Macey on Corporation Laws (Model Business Corporation Act, Delaware's General Corporation Law, ALI's Principles on Corporate Governance)*, vol. II, New York, 1998
- MAFFEI ALBERTI A., *Sub art. 2351*, in *Commentario breve al diritto delle società*, Padova, 2017, 381 ss.
- MAGLIULO F., *L'assegnazione di partecipazioni sociali in misura non proporzionale al conferimento*, in *Notariato*, 2003, 638 ss.
- MAGLIULO F., *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova spa*, Milano, 2004
- MAGLIULO F., *Sub art. 2374 c.c.*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. D'Alessandro, Padova, 2010, 813 ss.
- MALIMPENSA E., *L'obbligo di co-vendita statutaria (drag-along): il socio obbligato ha davvero bisogno di tutela?*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, 375 ss.
- MALIMPENSA E., *I Nuovi tipi di circolazione forzata delle partecipazioni sociali: spunti di riflessione*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di G.E. Colombo*, Torino, 2011, 226 ss.
- MALTONI M., *La clausola di mero gradimento «all'italiana»*, in *Riv. not.*, 2004, 1387
- MARASÀ G., *Le società senza scopo di lucro*, Milano, 1984
- MARASÀ G., *Modifiche del contratto sociale e modifiche dell'atto costitutivo*, in *Trattato delle società per azioni*, vol 6\*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, 1993, 8 ss.

- MARCHETTI P., *Intervento in assemblea*, in *Contr. e impr.*, 1986, 985 ss.
- MARCHETTI P., *Spunti sulle relazioni tra valore contabile, valore economico, valore di mercato dell'azienda nelle operazioni societarie di finanza straordinaria*, in *Giur. comm.*, 1993, I, 210 ss.
- MARCHETTI P., *L'autonomia statutaria nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2000, 562 ss.
- MARCHETTI P., Sub art. 2367 c.c., in *Assemblea*, a cura di A. Picciau, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 73 ss.
- MARCHETTI P., *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, in *Riv. soc.*, 2015, 448 ss.
- MARCHETTI P., MOSCA C., *Note sparse sulle loyalty shares*, in *Riv. soc.*, 2018, 1549 ss.
- MARCHISIO E., *La "maggiorazione del voto" (art. 127 quinquies t.u.f.): récompense al socio "stabile" o trucage del socio di controllo?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, I, 78 ss.
- MAROCCHI M., *Sull'attualità della correlazione tra potere e rischio nella s.p.a. riformata*, in *Contratto e impresa*, 2014, 221 ss.
- MARTIN S., PARTNOY F., *Encumbered Shares*, in *University of Illinois Law Review*, 2005, 775 ss.
- MATHESON J.H., OLSON B.A., *Law and the Longterm Shareholder Model of Corporate Governance*, in *Minnesota Law Review*, 1992, 1313 ss.
- MAUGERI M., *Azioni di risparmio e assemblee di categoria: prime note sul coordinamento tra t.u.f. e nuovo diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 1292 ss.
- MAUGERI M., *Partecipazione sociale e attività d'impresa*, Milano, 2010
- MAUGERI M., *Delibera di fusione, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, a cura di P. Benazzo, M. Cera, C. Patriarca, Torino, 2011, 541 ss.
- MELI V., Sub art. 2355-bis c.c., in *Società di Capitali. Commentario*, vol. 1, a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 336 ss.
- MENGONI L., *Autonomia privata e Costituzione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1997, I, 1 ss.
- MESTRE J., VELARDOCCHIO D., MESTRE-CHAMI A., *Lamy sociétés commerciales*, Parigi, 2016
- MIGNOLI A., *L'interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 1958, 725 ss.
- MIGNOLI A., *Le assemblee speciali*, Milano, 1960
- MIGNOLI A., *Piccoli problemi: giornalisti in assemblea*, in *Riv. soc.*, 1980, 883 ss.

- MIGNONE G., *Le azioni di risparmio nel nuovo diritto societario*, Napoli, 2013
- MIGNONE G., *Non linearità del rapporto fra risparmio nell'investimento e voto doppio o triplo nella società per azioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, 478 ss.
- MINERVINI G., *Un progetto di riforma della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1964, 882 ss.
- MIRONE A., *Il procedimento deliberativo nelle società di persone*, Torino, 1998
- MONTAGNANI C., *La verifica del "tipo sociale" e una recente vicenda giudiziaria*, in *Riv. dir. civ.*, 1988, II, 1 ss.
- MONTAGNANI C., *Sub art. 2367 c.c.*, in *Società di Capitali. Commentario*, vol. 1, a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 479 ss.
- MONTAGNANI C., *Sub art. 2370 c.c.*, in *Società di capitali. Commentario*, vol. 1, a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 485 ss.
- MONTALENTI P., *Il diritto societario dai "tipi" ai "modelli"*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 420 ss.
- MORCK R., SHLEIFER A., VISHNY R.W., *Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?*, in 45 *The Journal of Finance*, 1990, 31 ss.
- MOSCA C., *Sub art. 104 TUF*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n.58. Commentario*, a cura di P. Marchetti e L. Bianchi, Milano, 1999, 259 ss.
- MOSCA C., *Should shareholders be rewarded for loyalty? European experiments on the wedge between tenured voting and takeover law*, in 8 *Michigan Business & Entrepreneurial Law Review*, 2019, 245 ss.
- MOSCO G.D., *Gradimento e controllo nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1981, 1208 ss.
- MOZZARELLI M., *Sub art. 2395 c.c.*, in *Le società per azioni*, vol. I, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Milano, 2016, 1459 ss.
- MUCCIARELLI F., *Le offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*, in *Trattato di diritto commerciale*, fondato da V. Buonocore e diretto da R. Costi, Torino, 2014
- MÜLBERT P.O., *Make it or Break it: The Break-Through Rule as a Break-Through for the European Takeover Directive?*, ECGI - Law Working Paper No. 13/2003
- MULLER M.H., *Corporate law in the Netherlands*, The Hague, 2013
- MURINO F., *Sub art. 2370 c.c.*, in *Codice commentato delle s.p.a.*, vol. 1, diretto da G. Fauceglia, G. Schiano Di Pepe, Torino, 2007, 413 ss.
- NICCOLINI G., *In tema di rinvio dell'assemblea e di applicabilità dell'art. 2441 c.c. alla s.r.l. (in una postilla sui termini di convocazione dell'assemblea di s.r.l.)*, in *Riv. dir. civ.*, 1997, II, 593 ss.

- NOBILI R., *La disciplina delle azioni di risparmio*, in *Riv. soc.*, 1984, 1212 ss.
- NOCELLA S., *Sub art. 127-quater TUF*, in *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti. Commentario*, a cura di G. Guerrieri, 2011, 712 ss.
- NOTARI M., *Sub art. 145 TUF*, in *La disciplina delle società quotate*, a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Milano, 1999, 1531 ss.
- NOTARI M., *L'assemblea e i processi decisionali dei soci nella riforma delle società non quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, 130 ss.
- NOTARI M., *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi nella riforma delle società*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, Milano, 2003, 46 ss.
- NOTARI M., *Problemi aperti in tema di struttura finanziaria della s.p.a.*, in *Società*, 2005, 5 ss.
- NOTARI M., *Disposizioni generali. Conferimenti. Azioni*, in AA.VV., *Diritto delle società di capitali*, Milano, 2006
- NOTARI M., *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum di G.F. Campobasso*, vol. 1, a cura di P. Abbadessa, G.B. Portale, Torino, 2006, 591 ss.
- NOTARI M., *Sub art. 2346, commi 1-5, c.c.*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 3 ss.
- NOTARI M., GIANNELLI A., *Sub art. 2346, c. 6 c.c.*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, NOTARI M., Milano, 2008, 55 ss.
- NOTARI M., *Sub art. 2348 c.c.*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 153 ss.
- NOTARI M., *La proporzionalità tra rischio e potere nelle società di capitali: un «canone fondamentale» o una regola suppletiva?*, in *ODCC*, 2016, 379 ss.
- NOTARI M., *Gli strumenti finanziari partecipativi: punti fermi e problemi aperti negli orientamenti interpretativi del notariato milanese*, in *Riv. soc.*, 2018, 1134 ss.
- OLIVIERI G., *Investimenti e finanziamenti nelle società di capitali*, Torino, 2008
- OLIVIERO F., *L'autonomia statutaria nella nuova disciplina dell'assemblea della società per azioni*, in *Riv. not.*, 2003, 847 ss.
- ONZA M., *Partecipazione al capitale e partecipazione al rapporto sociale (appunti sulla derogabilità convenzionale della proporzione tra conferimento e quota)*, in *Riv. dir. civ.*, 2007,

II, 709 ss.

OPPO G., *Eguaglianza e contratto nelle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, I, 629 ss.

OPPO G., *L'identificazione del tipo «società di persone»*, in *Riv. dir. civ.*, 1988, I, 619 ss.

OPPO G., *La sospensione legale del voto nelle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, I, 3 ss.

PACIELLO A., *La funzione normativa del capitale nominale*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, 2 ss.

PALMIERI M., *Le azioni sviluppo*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 325 ss.

PARTCH M.M., *The creation of a class of limited voting common stock and shareholder wealth*, in *Journal of Financial Economics*, 1987, 313 ss.

PATRIARCA C., *Sub art. 2377 c.c.*, in *Le società per azioni*, vol. I, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Milano, 2016, 1048 ss.

PATRONI GRIFFI A., *L'intervento all'assemblea delle azioni a voto limitato*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1967, I, 370 ss.

PAVONE LA ROSA A., *Profili di tutela degli azionisti*, in *Riv. soc.*, 1965, 72 ss.

PAVONE LA ROSA A., *Brevi osservazioni in tema di limiti statutari alla circolazione delle azioni*, in *Riv. soc.*, 1997, 633 ss.

PEDERZINI E., *Intervento del socio mediante mezzi di telecomunicazione e democrazia assembleare*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 98 ss.

PERLINGIERI P., *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, Napoli, 1991

PERRINO M., *Sulla non collegialità del procedimento deliberativo di società di persone: il caso dell'esclusione del socio*, in *Riv. dir. impr.*, 1997, 353 ss.

PICONE F., *Diritti diversi e categorie di azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 755 ss.

PINTO V., *La responsabilità degli amministratori per "danno diretto" agli azionisti*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di P. Abbadessa, G.B. Portale, vol. 2, Torino, 2006, 893 ss.

PISANI MASSAMORMILE A., *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, 1268 ss.

POMELLI A., *Autonomia statutaria e parità di trattamento tra soci: il caso dei limiti al possesso di quote sociali differenziati per categorie di soci*, in *Giur. comm.*, 2007, II, 846 ss.

POMELLI A., *Rischio d'impresa e potere di voto nella società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 510 ss.

POMELLI A., *Le azioni speciali «Il Sole 24 Ore» e i limiti ai possessi azionari nelle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 947 ss.

- POMPONIO L., *Contributo alla ricostruzione teorico-pratica delle assegnazioni di azioni e quote non proporzionali*, in *Soc.*, 2007, 1070 ss.
- PORTALE G.B., *Principio consensualistico e conferimento di beni in proprietà*, in *Riv. soc.* 1970, 913 ss.
- PORTALE G.B., *Uguaglianza e contratto: il caso dell'aumento del capitale sociale in presenza di più categorie di azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1990, I, 711 ss.
- PORTALE G.B., *Tra "deregulation" e crisi del diritto azionario comunitario*, in AA.VV., *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, 374 ss.
- PORTALE G.B., *Tra diritto dell'impresa e metamorfosi della s.p.a.*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, 133 ss.
- PORTALE G.B., *Patti parasociali con «efficacia corporativa» nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2015, 1 ss.
- PREITE D., *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nella società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo, G.B. Portale, vol. 3\*\*, Torino, 1993, 1 ss.
- PRESTI G., RESCIGNO M., in *Corso di diritto commerciale. Società*, vol. 2, Bologna, 2011
- RATNER D.L., *Government of Business Corporation: Critical Reflections on the Rule of One Share One Vote*, in *Cornell Law Review*, 1970, 1 ss.
- RESCIO G.A., *L'assemblea della public company e la sua verbalizzazione*, in *Riv. soc.*, 1998, 1366 ss.
- RESCIO G.A., *Distribuzione di azioni non proporzionale ai conferimenti effettuati dai soci di s.p.a.*, in AA.VV., *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di P. Benazzo, S. Patriarca, G. Presti, Milano, 2003, 107 ss.
- RESCIO G.A., *Clausole di maggiorazione del dividendo ad incentivazione dell'azionariato attivo*, in <http://elibrary.fondazione-notariato.it>, 2010
- RESCIO G.A., *Sub art. 127-quater TUF*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini, G. Gasparri, Torino, 2012, 1782 ss.
- RESCIO G.A., *Tetti di voto, tetti di partecipazione*, in *Principio capitalistico. Quo vadis?*, a cura di F. Briolini, Torino, 2016, 225 ss.
- RHEE R.J., *A Legal Theory of Shareholder Primacy*, in *Minnesota law review*, 2017, 1951 ss.
- RIGANTI F., *Note in tema di abuso della maggioranza e interesse sociale*, in *Giur. it.*, 2017, 1893 ss.
- RIVOLTA G.M., *Autonomia privata e strumenti per l'esercizio delle imprese minori*, in *Riv.*

*soc.*, 2010, 1274 ss.

RORDORF R., *Sub art. 2377 c.c.*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, a cura di F. D'Alessandro, Padova, 2010, 847 ss.

ROSSI S., *Il voto extrassembleare nelle società di capitali*, Milano, 1998

ROSSI S., *Diritto di discussione del socio e derogabilità del metodo assembleare*, in *Giur. comm.*, 2004, II, 272 ss.

SACCHI R., *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a: profili procedurali*, Torino, 1990

SACCHI R., *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a.. Profili procedurali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e da G.B. Portale, vol. 3, t. 1, Torino, 1994

SACCHI R., *Gli effetti della sentenza che accoglie l'impugnazione di delibere assembleari di s.p.a.*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2012, I, 141 ss.

SACCO R., DE NOVA G., *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da R. Sacco, Torino, 2004

SACCO GINEVRI A., *L'attribuzione di diritti particolari agli azionisti di lungo termine in una prospettiva comparata*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 231 ss.

SAGLIOCCA M., *Il definitivo tramonto del principio 'un'azione, un voto': tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Riv. not.*, 2014, 921 ss.

SALAFIA V., *Conversione di azioni di risparmio in ordinarie*, in *Soc.*, 1994, 527 ss.

SALAFIA V., *Sottoscrizione delle quote e contribuzioni aggiuntive: una pratica diffusa*, in *Soc.*, 1995, 745 ss.

SALAFIA V., *L'intervento nell'assemblea della S.p.A. e della S.r.l.*, in *Soc.*, 2004, 672 ss.

SALVATI G.G., *I limiti statutarî alla circolazione delle azioni. Il diritto al disinvestimento*, Padova, 2011

SANDRELLI G., *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, Milano, 2017

SANTONI G., *Patti parasociali*, Napoli, 1985

SANTORO V., *Sub art. 2351 c.c.*, in *La riforma delle società. Commentario del D.Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, vol. I, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 2003, 149 ss.

SANTOSUOSSO D.U., *La riforma del diritto societario. Autonomia privata e norme imperative nei DD.Lgs.17 gennaio 2003, nn. 5 e 6*, Milano, 2003

SERRA A., *L'assemblea: procedimento*, in *Trattato delle società per azioni, 3\**, diretto da G.E. Colombo, G.B. Portale, Torino, 1994, 49

- SCHIUMA L., *Le banche popolari e l'organizzazione cooperativa' della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1996, II, 325 ss.
- SCHIUMA L., *Controllo, governo e partecipazione al capitale*, Padova, 1997
- SCHMIDT K., *Gesellschaftsrecht*, Köln, 1997
- SCIMEMI E., *La vendita del voto nelle società per azioni*, Milano, 2003
- SENA G., *Il voto nella assemblea della società per azioni*, Milano, 1961
- SFAMENI P., *La disciplina europea delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 2002, 285 ss.
- SFAMENI P., *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008
- SHLEIFER A., VISHNY R.W., *Large Shareholders and Corporate Control*, in *Journal of Political Economy*, 1986, 461 ss.
- SKOG R., *The European Union's proposed takeover directive, the «breakthrough» rule and the Swedish system of dual class common stock*, in *Riv. soc.*, 2003, 1441 ss.
- SPADA P., *La tipicità delle società*, Padova, 1974
- SPADA P., *La tipologia delle società tra volontà e nomenclatura*, in *Riv. dir. civ.*, 1989, I, 521 ss.
- SPADA P., *Autorità e libertà nel diritto della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1996, I, 703 ss.
- SPOLIDORO M.S., *I conferimenti in danaro*, in *Trattato delle società per azioni*, 1\*\*, diretto da G.E. Colombo, G.B. Portale, Torino, 2004, 247 ss.
- SPOLIDORO M.S., *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Riv. soc.*, 2015, 134 ss.
- STABILINI A., *L'abuso della regola di maggioranza nelle società di capitali*, in *Soc.*, 2011, 841 ss.
- STAGNO D'ALCONTRES A., *Sub art. 2346 c.c.*, in *Società di Capitali, Commentario*, vol. 1, a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 258 ss.
- STAGNO D'ALCONTRES A., *Sub art. 2351 c.c.*, in *Società di Capitali, Commentario*, vol. 1, a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 301 ss.
- STAGNO D'ALCONTRES A., *L'invalidità delle deliberazioni dell'assemblea di s.p.a. La nuova disciplina*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di P. Abbadessa, G.B. Portale, vol. 2, Torino, 2006, 181 ss.
- STANGHELLINI L., *I limiti statutari alla circolazione delle azioni*, Milano, 1997
- STANGHELLINI L., *Sub art. 2355-bis c.c.*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario*

*alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 559 ss.

STELLA RICHTER M. JR., SALOMAO FILHO C., *Note in tema di offerte pubbliche d'acquisto, ruolo degli amministratori ed interesse sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 1993, I, 113 ss.

STELLA RICHTER M. JR., *Sub art. 2370 c.c.*, in *Le società per azioni*, vol. I, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Milano, 2016, 936 ss.

STELLA RICHTER M. JR., *Parere sul "punto g" dell'art. 2437 cod. civ. (e su altre questioni meno misteriose)*, in *Riv. not.*, 2017, 362 ss.

STELLA RICHTER M. JR., *Ancora in tema di recesso e di «modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto e di partecipazione»*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, II, 149 ss.

STEVENS W.H.S., *Voting Rights of Capital Stock and Shareholders*, in 11 *The Journal of Business of the University of Chicago*, 1938, 311 ss.

STORCK M., RAVEL D'ESCAPLON T., *Faut-il supprimer les actions à droit de vote double en droit français?*, in *Bulletin Joly Sociétés*, 2009, 90 ss.

STOUT L.A., *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*, Oakland, 2012

STRINE L.E., *One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?*, in *Business Lawyer*, 2010, 1 ss.

SUDIERO F., *Danno diretto vs riflesso: possibili criteri distintivi ed il danno subito dal terzo-socio*, in *Giur. comm.*, 2019, II, 1471 ss.

TANTINI G., *I versamenti dei soci alla società*, in *Trattato delle società per azioni*, vol. 1\*\*\*, diretto da G.E. Colombo, G.B. Portale, Torino, 2004, 773 ss.

TEDESCHI F., *Sulla conversione delle azioni di risparmio in azioni ordinarie*, in *Giur. comm.*, 1978, I, 598 ss.

THOMSEN S., CONYON M., *Corporate governance: mechanisms and systems*, Londra, 2012

TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, 1082 ss.

TOMBARI U., *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2007, 965 ss.

TOMBARI U., *Sub art. 2348 c.c.*, in *Le società per azioni*, vol. I, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Milano, 2016, 518 ss.

TOMBARI U., *Sub art. 2351 c.c.*, in *Le società per azioni*, vol. I, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Milano, 2016, 555 ss.

- TOMBARI U., *“Maggiorazione del dividendo” e “maggiorazione del voto”: verso uno “statuto normativo” per l’investitore di medio-lungo termine?*, in *Principio capitalistico. Quo vadis?*, Torino, 2016, 179 ss.
- TRIPPUTI E.M., *Questioni in tema di scaglionamento del diritto di voto, divieto di concorrenza del socio e sanzioni statutarie per la violazione di tale divieto*, in *Giur. comm.*, 2010, II, 304 ss.
- TRÖGER T., Sub § 134, in *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, vol. 3/1, a cura di W. Zöllner, U. Noack, Köln, 2017, 138 ss.
- VELASCO J., *Shareholder Ownership and Primacy*, in *University of Illinois law review*, 2010, 897 ss.
- VENTORUZZO M., *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Milano, 2012
- VENTORUZZO M., *Un'azione, un voto: un principio da abbandonare?*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 512 ss.
- VENTORUZZO M., *Modifiche di diritto, indirette e di fatto del diritto di voto e recesso nelle s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2015, II, 1055 ss.
- VENTORUZZO M., *Ancora sulle modifiche dei diritti di voto e partecipazione dei soci e diritto di recesso*, in *Giur. comm.*, 2017, II, 177 ss.
- VIANDIER A., *Les actions de préférence*, in *JCP E*, 2004, 1440 ss.
- VICARI A., *Gli azionisti nella fusione di società*, Milano, 2004
- VIGHI A., *I diritti individuali degli azionisti*, Parma, 1902
- VITALI M.L., *Le azioni riscattabili ai sensi dell’art. 2437-sexies c.c.*, Tesi di dottorato di ricerca discussa all’Università di Brescia, 2007
- VITALI M.L., *Le azioni riscattabili*, Milano, 2013
- WEIGMANN R., *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, vol. 10\*\*, diretto da G.E. Colombo, G.B. Portale, Torino, 1993, 315 ss.
- WEIGMANN R., *Luci e ombre del nuovo diritto societario*, in *Soc.*, 2003, 270 ss.
- ZAMMITTI M.V., *Il principio di correttezza e buona fede come limite all’abuso di maggioranza*, in *Soc.*, 2016, 835 ss.
- ZAMPERETTI G.M., *Le clausole di gradimento nella recente prassi statutaria*, in *Giur. comm.*, 1988, I, 915 ss.
- ZÖLLNER W., *Die Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden*, München, 1963

## Documenti

CIRCOLARE ASSONIME 10/2015, in *Riv. soc.*, 2015, 476 ss.

COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Massima I.I.25 del settembre 2006, *Limiti di validità delle clausole statutarie che obbligano determinati soci a cedere le proprie partecipazioni nel caso in cui altri soci decidano di alienare le loro*, in <https://www.notaitriveneto.it>

COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Massima H.I.29 del settembre 2019, *Legittimità della clausola di riscattabilità delle azioni del socio inattivo o irreperibile*, in *Orientamenti del Comitato Triveneto dei Notai in materia di atti societari*, Milano, 2019

CONSIGLIO NOTARILE DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, Massima n. 48 del 2018, *Categorie di azioni a voto plurimo fidelizzanti*, in <https://www.consiglionotarilefirenze.it>

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 99 del 18 maggio 2007, *Azioni riscattabili e introduzione della clausola di riscatto (art. 2437-sexies c.c.)*, in <https://www.consiglionotarilemilano.it>

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 136 del 14 maggio 2014, *Azioni a voto contingentato o scaglionato*, in <https://www.consiglionotarilemilano.it>

REPORT OF THE HIGH LEVEL GROUP OF EXPERTS ON ISSUES RELATED TO TAKEOVER BIDS, Bruxelles, 10 gennaio 2002, in *Riv. soc.*, 2002, 302 ss.