

**UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI MILANO**

**CORSO DI DOTTORATO IN DIRITTO PRIVATO, COMPARATO, PROCESSUALE  
CIVILE E DELL'IMPRESA – CICLO XXXV**

**DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA**

**TESI DI DOTTORATO DI RICERCA**

**CONDIZIONI PERSONALI DEL SOCIO E SITUAZIONI SOGGETTIVE  
SOCIALI NELLA SOCIETÀ PER AZIONI**

**IUS/04**

**Giovanni Gitti**

**Chiarissimo Professor Marco Cian**

**Chiarissimo Professor Matteo Rescigno**

**A.A.  
2022/2023**

## INDICE SOMMARIO

### I. *Abstract*

#### **Capitolo primo. *L'oggetto della ricerca.***

1. *Il contesto sistematico*: «tipo» e «modelli» nelle società di capitali nell'evoluzione normativa del nuovo millennio.

1.1. Il ruolo (residuale) della «fattispecie negoziale» del «tipo» dopo la riforma del 2003. Il «tipo» come limite all'autonomia statutaria.

1.2. L'affievolimento dei confini e la contaminazione delle fattispecie tra i tipi capitalistici a seguito delle riforme dell'ultimo decennio. Ricadute sul piano metodologico: l'opportunità di ricercare gli elementi distintivi (della fattispecie della partecipazione) in s.p.a. e s.r.l. sul piano della disciplina. Sub-tipi, differenziazioni «tipologiche», ed elementi identificanti.

1.3. «Tipo» ed interpretazione: «modelli socio-economici» e «tipologie della realtà».

2. *Lo stato dell'arte*: il perimetro tipologico della partecipazione azionaria nell'impostazione tradizionale in dottrina. Le categorie di azioni quale tecnica *esclusiva* di differenziazione della posizione degli azionisti.

3. *Il problema*: quale spazio nelle società per azioni che non ricorrono al mercato del capitale di rischio per tecniche di *personalizzazione* dei diritti degli azionisti al di fuori delle eccezionali ipotesi di legge?

#### **Capitolo II: *L'evoluzione delle tecniche di alterazione del diritto di voto e il loro ruolo sistematico nella "personalizzazione" dei diritti degli azionisti.***

1. Il dibattito sulla qualificazione morfologica della regola del voto per scaglioni e per tetti lungo. l'evoluzione normativa dell'istituto.

2.1. Nuovi spunti al dibattito offerti dal problema della qualificazione del voto assegnato agli azionisti "fedeli" (art. 127 quinquies T.u.f.).

2.2. Categorie di azioni a voto maggiorato?

2.3. La maggiorazione del voto nelle società non quotate.

3. Il problema del computo dei quorum assembleari costitutivi e deliberativi negli assetti partecipativi caratterizzati dall'adozione della tecnica statutaria di diversificazione dei diritti in dipendenza di condizioni personali dei soci.

3.1. Quorum costitutivi.

3.2. Quorum deliberativi.

3.3. Un punto di arrivo: «*voting capital*» quale parametro di computo dei quorum assembleari e nessi con il problema della qualificazione del diritto di voto subordinato a condizioni soggettive dei soci («sospensione» vs. «privazione» del voto).

4. Considerazioni sulla natura dell'alterazione della proporzionalità capitalistica mediante la tecnica di diversificazione del diritto di voto in subordine a condizioni soggettive dei soci. Quali limiti *quantitativi* alla dissociazione tra numero di azioni e numero di voti?

5.1. Autonomia statutaria e «fattispecie (di “condizioni soggettive”) tipiche a contenuto atipico» nel diritto di voto. L'accertamento della condizione.

5.2. La configurazione statutaria del «possesso» del pacchetto azionario nei tetti e scaglionamenti di voto. L'estensione *plurisoggettiva* della base di calcolo della quota di possesso azionaria.

5.3. La «detenzione» continuativa delle azioni nel voto maggiorato.

5.4. Condizioni personali dei soci “atipiche” nel diritto di voto dipendenti dalla quota di partecipazione: Il tetto minimo di voto e gli scaglioni a voto gradualmente crescente. Condizioni “miste” (combinazioni tra anzianità partecipativa ed entità della partecipazione).

### **Capitolo terzo: *La personalizzazione nella società per azioni che non ricorre al mercato del capitale di rischio: fattispecie, limiti, tutele.***

1 L'*atipicità* del *contenuto* delle categorie azionarie dopo la riforma del 2003. L'emersione della rilevanza della condizione personale del socio nella disciplina del modello della s.p.a. chiusa. e il latente contrasto con i principi della «rilevanza centrale» e della «libera trasferibilità» dell'azione.

2.1. Condizioni soggettive dei soci nella disciplina della circolazione azionaria. Intrasferibilità *temporanea* e intrasferibilità *soggettiva* relativa.

2.2. Limiti alla circolazione e principio di *eguaglianza*: l'applicabilità dei limiti nei trasferimenti delle azioni tra soci

2.3. Le *categorie di soci* nelle situazioni passive e attive delle clausole di limitazione statutaria della circolazione delle azioni.

3 Il riscatto «non finalizzato» delle azioni come tecnica di personalizzazione della partecipazione. L'*estromissione convenzionale* del socio di società per azioni tra clausole di riscatto e prestazioni accessorie.

4.1 La fattispecie: la predeterminazione statutaria di astratte condizioni personali dei soci *atipiche* quale tecnica *generale* di personalizzazione delle situazioni soggettive sociali nella società per azioni. Le condizioni soggettive e le categorie di azionisti.

4.2. (..) segue Eguaglianza e impersonalità. La tesi che richiede la potenziale integrabilità *ex ante* della condizione, ai fini della sua legittimità, per qualsiasi socio attuale e futuro come corollario (indiretto) del principio di spersonalizzazione. Critica.

4.3. (..) segue. La potenziale integrabilità in astratto (anche solo da qualcuno dei soci futuri) della situazione personale come criterio necessario ma non sufficiente per l'afferenza al sociale delle condizioni soggettive. Condizioni soggettive e interesse sociale: gli spazi di contrattualità nell'area dei diritti partecipativi dell'organizzazione societaria in forma di s.p.a.

4.4. (..) segue. Tra i diritti diversi “a soggetto” e i diritti particolari “per relationem”. Il confine con i diritti particolari “ad personam”. L'eccezione alla regola: il controverso spazio (al di fuori dei privilegi patrimoniali) per i «diritti particolari» (subordinati alla permanenza dello status socii e con termine quinquennale dalla costituzione) dei soci fondatori (art. 2341 cod. civ.).

4.5. (..) segue *Le «pene private»* statutarie

5.1 Condizioni soggettive e categorie di azionisti nella prospettiva dinamica. L'introduzione durante societate.

5.2. Parità di trattamento e (predeterminate) condizioni soggettive. Il carattere non retroattivo dell'evento personale nel caso di situazioni soggettive “intangibili” dalla maggioranza.

5.3. Condizioni soggettive, categorie di azionisti e diritto di recesso.

6 Conclusioni: La personalizzazione del «co-tipo» della società per azioni che non ricorre al mercato del capitale di rischio e la natura *suppletiva* del principio di spersonalizzazione “assoluta” della partecipazione.

## Abstract

This research moves in a regulatory scenario where the "typological" identity of capital companies has been profoundly transfigured, a particularly clear phenomenon in limited liability companies, as amply highlighted in the most recent doctrinal studies. In fact, more recently, there is a tendency to point out that the "type" s.r.l. has by now lost some identity connotations, which characterized it in past seasons, distinguishing itself by now, essentially, as a multifunctional matrix, tendentially neutral - or in any case hybrid - from the perspective of the possible - profoundly different - implementations, in terms of the "typology of realities", of the entrepreneurial program chosen by the associates.

In the limited liability company, on the other hand, even if following the outcome of the reforms of 2003 and 2014, the principle of "capitalist" proportionality between investment risk and management "power" has experienced a substantial and general crumbling (or in any case a reduction in quantitative thresholds contained for some sections of the discipline, such as, for example, the proportionality between the voting power and the number of categories of shares held), legal doctrine certainly continues to record a greater sharpness and stability of the features that distinguish its unfailing characteristics, due to an unavoidable need for coherence with the typological identity of the joint stock company.

In reality, as we will try to demonstrate along the course of the investigation, through the in-depth study of some segments of its discipline (in particular, with regard to the right to vote, the institutions of subordinated voting under the condition referred to in 2351, second paragraph, the graduated vote or by ceilings pursuant to Article 2351, third paragraph of the Civil Code and the "loyalty shares" pursuant to Article 127-quinquies of the TUF, for other subjective social situations, the institutions of restriction or subjective selection of the circulation or redemption of the shareholding) it seems possible to recognize an ever clearer opening of the legislator in the direction of a greater space of "personalization" of the shareholding for the statutory autonomy of the shareholders. In particular, in the latter direction, we will try to support and demonstrate that it is generally permitted for statutory autonomy to satisfy the aforementioned requirement by subordinating the entitlement or the intensity of some subjective social situations to predetermined conditions (also "atypical" ), relating to events concerning a personal circumstance of the shareholders, provided that the latter are identified "*per relationem*" in an indefinite manner, without therefore encroaching on the field of particular rights "*ad personam*". And this, according to a point of view which, even

if at the root it follows in the wake of the more recent instances which tend towards an overcoming (or even better for a "differentiated" approach according to the segments of the discipline considered) of the monolithic opposition between contractual visions or institutional aspects of the joint-stock company, it seems more easily approachable to the first pole.

Once the discipline sectors of the s.p.a. where it is possible to recognize the admissibility of the technique in question, a taxonomy is then proposed according to the "typology" of subjective conditions in question, and so to the principles of company law most directly involved; therefore, more generally, to the identifiable limits for the technique of differentiating the position of partners in speech, both from a static and dynamic perspective.

Ultimately, therefore, following the outcome of the investigation, the effective typological physiognomy of the joint-stock company will be discussed, arriving at the conclusion that the phenomenon of differentiation of the mandatory characteristics of the type of capital companies, among the various possible implementations of the entrepreneurial programme, seems manifest itself also in the s.p.a. (in its divarication between the model of the closed joint-stock company and which resorts to the risk capital market), at least from the visual angle of the morphological conformation of the shareholding.

\*\*\*

La presente ricerca si muove in uno scenario normativo ove si è profondamente trasfigurata l'identità "tipologica" delle società di capitali, fenomeno particolarmente nitido nelle s.r.l. all'esito delle più recenti riforme, come ampiamente messo in luce negli studi dottrinali più recenti. Si tende infatti, più di recente, ad evidenziare che il tipo s.r.l. abbia ormai perso alcuni dei connotati identitari, che lo caratterizzavano nelle stagioni passate, contraddistinguendosi ormai, sostanzialmente, quale matrice polifunzionale, tendenzialmente neutrale - o comunque ibrida - dalla prospettiva delle possibili - profondamente diverse - attuazioni, sul piano della "tipologia delle realtà", del programma imprenditoriale prescelto dai consociati.

Nella s.p.a., per converso, se pure all'esito delle riforme del 2003 e del 2014 il principio di proporzionalità "capitalistica" tra rischio dell'investimento e "potere" gestionale ha conosciuto un sostanziale e generale sgretolamento (o comunque un ridimensionamento in soglie quantitative più contenute per alcune sezioni di disciplina, quali ad esempio, la proporzionalità tra forza di voto e numero delle categorie di azioni possedute), si continua certamente a registrare in dottrina una maggiore nitidezza e tenuta delle fattezze che contraddistinguono i

connotati indefettibili di essa sul piano tipologico, per un' ineliminabile esigenza di coerenza con la fattispecie azionaria.

In realtà, come si proverà a dimostrare lungo l'indagine, mediante l'approfondimento di alcuni segmenti della sua disciplina (in particolare, con riguardo al diritto di voto, gli istituti del voto subordinato a condizione di cui al 2351, comma secondo, il voto scalare o per tetti di cui all'art. 2351, comma terzo cod. civ. e del voto c.d. "maggiorato" di cui all'art. 127-*quinquies* T.u.f., per altre situazioni soggettive sociali, gli istituti della restrizione soggettiva della circolazione e del riscatto della partecipazione) sembra potersi ravvisare una sempre più nitida apertura del legislatore nella direzione di un maggiore spazio di "personalizzazione" della partecipazione azionaria per l'autonomia statutaria dei soci. In particolare, in quest'ultima direzione, si proverà a sostenere e dimostrare che sia consentito in generale all'autonomia statutaria soddisfare la menzionata esigenza mediante la subordinazione della spettanza o dell'intensità di alcune situazioni soggettive sociali a predeterminate condizioni (anche "atipiche"), aventi ad oggetto eventi riguardanti una circostanza personale dei soci; purché questi ultimi siano individuati *per relationem* in modo indeterminato, senza quindi sconfinarsi nel campo dei diritti particolari "*ad personam*". E ciò, secondo un'ottica che, se pure in radice si pone sulla scia delle istanze più recenti che tendono verso un superamento (o ancora meglio per un approccio "differenziato" a seconda dei segmenti di disciplina considerati) della monolitica contrapposizione tra visioni contrattualistiche o istituzionalistiche della società per azioni, sembra più facilmente accostabile al primo polo.

Una volta esplorati diffusamente i settori di disciplina della s.p.a. ove sia possibile riconoscere l'ammissibilità della tecnica in discorso, viene poi proposta una tassonomia a seconda della "tipologia" di condizioni soggettive in discorso, in funzione dei principi del diritto societario più direttamente coinvolti e, quindi, più in generale, dei limiti individuabili per la tecnica di differenziazione della posizione dei soci in discorso, sia da una prospettiva statica che dinamica. In definitiva, dunque, all'esito dell'indagine, si indagherà l'effettiva fisionomia tipologica della società per azioni, arrivando alla conclusione che il fenomeno di differenziazione dei connotati inderogabili della fattispecie del tipo, tra le diverse possibili attuazioni del programma imprenditoriale, sembra manifestarsi anche nella s.p.a. (nella sua divaricazione tra il modello della s.p.a. chiusa e che ricorre al mercato del capitale di rischio), almeno dall'angolo visuale della conformazione morfologica della partecipazione.

## Capitolo primo. L'oggetto della ricerca

1 *Il contesto sistematico: «tipo», e «modelli» nelle società di capitali nell'evoluzione normativa del nuovo millennio.*

1.1 *Il ruolo (residuale) della fattispecie negoziale del «tipo» dopo la riforma del 2003. - 1.2. L'affievolimento dei confini e la contaminazione delle fattispecie tra i tipi capitalistici a seguito delle riforme dell'ultimo decennio. Ricadute sul piano metodologico: l'opportunità di ricercare gli elementi distintivi (della fattispecie della partecipazione) in s.p.a. e s.r.l. sul piano della disciplina. Sub-tipi, differenziazioni «tipologiche», ed elementi identificanti - 1.3 Tipo ed interpretazione: «modelli socio-economici» e «tipologie della realtà». 2 *Lo stato dell'arte: il perimetro tipologico della partecipazione azionaria nell'impostazione tradizionale in dottrina. Le categorie di azioni quale tecnica esclusiva di differenziazione della posizione degli azionisti. - 3 Il problema: quale spazio nelle società che non ricorrono al mercato del capitale di rischio per tecniche di personalizzazione dei diritti degli azionisti al di fuori delle eccezionali ipotesi di legge?**

1 *Introduzione. Il contesto sistematico: «tipo», e «modelli» nelle società di capitali nell'evoluzione normativa del nuovo millennio.*

Il presupposto introduttivo necessario, sul piano metodologico, per il proficuo sviluppo di una ricerca che ambisca ad esplorare i margini di *personalizzazione* della partecipazione in società per azioni che non ricorrono al mercato del capitale di rischio è il tratteggiare i contorni, sia pur, in considerazione della vastità e profondità del problema, necessariamente per sfumati accenni, di quel *trend* sistematico di “*ibridazione*”, “*destrutturazione*” del tipo societario, acuito (ulteriormente) dalla fertile stagione riformatrice del decennio appena concluso <sup>(1)</sup>.

Nella letteratura giuscommercialistica italiana sono stati attribuiti, come è noto, numerosi significati al sintagma «tipo», sui quali (anche) occorrerà in queste pagine introduttive

---

(1) Si veda, in generale, sul fenomeno dell'ibridazione dei tipi, M. CIAN, *Diritto commerciale*<sup>3</sup>, III. *Diritto delle società*, a cura di M. Cian, Torino, 2020, p. 59 ss., il quale segnala che il fenomeno rileva, aldilà dell'interesse teorico di ricostruzione del sistema, anche sul piano dell'interpretazione, rendendo sempre più problematica l'esatta individuazione dei limiti per l'autonomia privata nel modellare la struttura partecipativa ed organizzativa della società di capitali. Si veda anche l'approfondita analisi sistematica di G.C.M. RIVOLTA, *Diritto delle società. Profili generali*, in *Trattato di diritto commerciale*, a cura di V. Buonocore, Torino, 2015, spec. p. 121 ss.; P. MONTALENTI, *Il diritto societario dai “tipi” ai “modelli”*, in *Giur. comm.*, I, 2016, p.420 ss.; G.B. PORTALE, *Società a responsabilità limitata senza capitale sociale e imprenditore individuale con “capitale destinato”*, in *Riv. soc.*, 2010, p. 1249 ss.



soffermarsi, per fissare, entro l'ampia polisemia che contraddistingue il vocabolo richiamato, univoci termini di riferimento.

### 1.1 Il ruolo (residuale) della «fattispecie negoziale» del «tipo» dopo la riforma del 2003. Il «tipo» come limite all'autonomia statutaria.

Prima della riforma del 2003 trovava un certo consenso la convinzione, alimentata dal previgente dato letterale, per cui il tipo societario dovesse identificarsi nella “nozione”, ovvero nei caratteri dell'esclusiva responsabilità dell'ente per le obbligazioni sociali e della rappresentazione in azioni delle quote di partecipazioni dei soci – testualmente previsti entrambi in positivo per la s.p.a. dall'art. 2325 c.c., al contrario della s.r.l., ove, invece, l'art. 2472 c.c. manteneva il primo ma invertiva in negativo il secondo –, la cui sussistenza sarebbe stata necessaria per qualificare il «voluto» dei soci al fine dell'acquisto della personalità giuridica secondo il *nomen iuris* del tipo prescelto <sup>(2)</sup>.

In posizione critica rispetto a questa tesi, un noto autore aveva ripetutamente osservato che questi elementi attenessero alla disciplina, che si pone in un rapporto di necessaria posteriorità logico - giuridica rispetto alla «fattispecie negoziale» del tipo, ovvero il presupposto al ricorrere del quale l'ordinamento determina l'applicazione della prima, inidonea quindi a fungere essa stessa da criterio di qualificazione <sup>(3)</sup>.

In effetti, dell'argomento sembra essersi persuaso anche il legislatore del 2003, che ha infatti eliminato agli artt. 2325 e 2472 c.c. i precedenti riferimenti – nelle rubriche degli articoli – alla “nozione”, limitandosi a disciplinare all'art. 2325 cod. civ. per le s.p.a. e nel nuovo art. 2462 cod.civ. per le s.r.l. la responsabilità limitata per le obbligazioni sociali. Il compito di individuare gli elementi che compongono la fattispecie del tipo s.p.a. e s.r.l. è stato così delegato

---

<sup>(2)</sup> In questo senso per tutti F. GALGANO, *Le società per azioni. Principi generali*, in *Il codice civile. Commentario* diretto da P. Schlesinger, 1996, p. 51; F. DI SABATO, *Manuale delle società*, Torino, 1995, p. 227.

<sup>(3)</sup> Il riferimento è naturalmente a P. SPADA, *La tipicità delle società*, 1974, pp. 8, 29 ss., 72 ss., 285 ss.; ID, *Dalla nozione al tipo*, in *Riv. dir. civ.*, I, 1985, p.95; ID., *La tipologia delle società tra volontà e nomenclatura*, in *Riv. dir. civ.*, 1989, I, p. 521, spec. p. 534; ID., voce «Società, II) Tipi di società: in generale», in *Enc. giur.*, XXIX, Roma, 1993 p. 1 ss.; ID, *Autorità e libertà nel diritto della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, I, 1996, p.703; seguito anche da C. ANGELICI, voce *Società per azioni*, in *Enc. giur.*, XLII, t. 4, Roma, 1991, p. 978 s. e G. MARASÀ, *Le società*, II, in *Trattato* a cura di G. Iudica e P. Zatti, 2000, p.257 ss. In precedenza, v. già D. CORAPI, *Gli statuti della società per azioni*, Milano, 1971, p. 149, secondo il quale l'individuazione del tipo ai sensi dell'art. 2249 c.c. non dipende da una singola norma, sia pure contenente la “nozione” del tipo, ma «da tutto il complesso delle norme di legge relative all'organizzazione societaria».

all'interprete, chiamato a rintracciarli nel resto del materiale normativo dedicato alle società di capitali.

Nel vigore della precedente disciplina, si obiettava, inoltre, che la volizione degli elementi essenziali del tipo da parte dei soci in sede costitutiva non fosse necessaria per la qualificazione dell'atto costitutivo come s.p.a. o s.r.l. (e quindi per il realizzarsi delle corrispondenti fattispecie), ma che questa derivasse unicamente dal dato formale dell'omologazione-iscrizione nel registro delle imprese di un atto costitutivo secondo il "*nomen iuris*" prescelto dalle parti.

Questo perché - si argomentava - la natura peculiare del contratto di società, differentemente dai contratti regolati dal libro IV del Codice Civile, non si limita a produrre effetti *inter partes* ma determina la costituzione di un'organizzazione fisiologicamente destinata ad essere parte di un numero indefinito di rapporti giuridici con soggetti terzi; di qui, l'esigenza di tutelare l'affidamento di questi sulla natura della società e di garantire quindi la certezza dei traffici giuridici avrebbe giustificato l'applicazione della disciplina delle società di capitali in base al mero riscontro del dato formale dell'iscrizione nel registro, anche qualora il voluto dei soci "tradisse" uno dei tratti essenziali della fattispecie negoziale <sup>(4)</sup>.

Anche su questo versante, l'intuizione degli studiosi che hanno sostenuto questa argomentazione è stata consolidata dalle scelte del legislatore della riforma. Anzitutto con l'art. 32 l. 340/2000, con il quale è stato sostituito il procedimento di omologazione del tribunale di cui al precedente art. 2330, terzo comma cod.civ. - a cui era pur riconosciuto un certo spazio per rifiutare di ordinare l'iscrizione di un contratto di società per azioni palesemente privo degli elementi essenziali della fattispecie negoziale -, sostituendolo con il controllo di legittimità del notaio (a cui è ora demandato il ruolo di verificare la conformità tipologica dell'atto ricevuto) e la verifica della regolarità formale della documentazione da parte del curatore del registro delle imprese (cfr. rispettivamente artt. 2330, commi primo e terzo cod.civ.) <sup>(5)</sup>. In tale ultima

---

<sup>(4)</sup> Vedi sul punto, in particolare, C. ANGELICI, *Le disposizioni generali sulla società per azioni*, in *Trattato di diritto privato* diretto da Pietro Rescigno, XVII, Torino, 1985, p.199 ss.; G. MARASÀ, *Le società*, op. cit., p. 262 s. e l'approfondita ricostruzione, ove completi riferimenti, di M. SCIUTO, «*La mancanza dell'atto costitutivo*» di *società per azioni*, Padova, 2000, p. 70 ss.

<sup>(5)</sup> Cfr. M. SCIUTO - P. SPADA, *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato della società per azioni*, I, diretto da G.E. Colombo e da G.B. Portale, vol. 1, Torino, 2004, p.7 ss., spec. 14, secondo i quali «l'anomalia tipologica dovrebbe, comunque, rilevare ai fini del dovere del notaio di astenersi dal rogare l'atto costitutivo». Ritengono che il controllo del notaio debba avere lo stesso contenuto (di legalità sostanziale) di quello in passato svolto dall'autorità giudiziaria, M. NOTARI, *Contenuto ed estensione del controllo di legalità degli atti societari da parte del notaio*, in *Il controllo notarile sugli atti societari*, a cura di Paciello, Milano, 2001, p.49; F. LAURINI, *Autonomie e*

sede – il punto è assolutamente pacifico - giammai potrà essere rifiutata l'iscrizione nel registro, o addirittura potrà procedersi a una riqualificazione del tipo, sulla base di una qualche incompatibilità dell'architettura sostanziale dell'atto costitutivo rispetto alla fattispecie negoziale del tipo prescelto.

Ma soprattutto, il legislatore della riforma del 2003 ha eliminato il riferimento alla mancanza dell'atto costitutivo tra le cause di nullità della società per azioni e della società a responsabilità limitata (art. 2332 c.c. e 2463 c.c.). L'inciso, infatti, come è dato rinvenire nella relazione della riforma del 2003, aveva causato «non trascurabili dubbi interpretativi di sistema»<sup>(6)</sup>, poiché secondo una parte della dottrina, seguita anche dalla giurisprudenza, il difetto degli elementi essenziali della fattispecie società per azioni avrebbe potuto integrare la predetta previgente causa di nullità, così imponendo ai soci l'alternativa tra la rimozione del vizio o la messa in liquidazione della società (non invece la riqualificazione della società *ope iudicis* per ragioni di tutela dell'interesse dei terzi, come pure inizialmente un noto orientamento della Corte di Cassazione aveva avuto modo di sostenere<sup>(7)</sup>).

Dunque, nel sistema legislativo attuale, l'iscrizione nel registro delle imprese (continua ad) assume(re) una funzione di «sbarramento»: una volta che una società sia iscritta con il *nomen iuris* di società per azioni si applicherà sempre la relativa disciplina e, quandanche vi siano clausole che violino i tratti essenziali della corrispondente fattispecie negoziale, la loro presenza non potrà comportare lo scioglimento automatico della società o una qualificazione difforme

---

*controllo di legalità dopo la riforma delle società di capitali*, in Riv. not., 2004, p. 15 ss., p. 31; E. BOCCHINI, *Atti e fatti nella teoria della pubblicità legale commerciale*, in Giur. comm., 2004, I, p. 240 ss., p. 242 ss.

<sup>(6)</sup> In questi termini v. la Relazione illustrativa al d.lgs. 17 gennaio 2003 n. 6, in Riv. soc., 2003, p. 115.

<sup>(7)</sup> In questo senso erano orientati, *ex multis*, C. ANGELICI, *La società nulla*, Milano, 1984, p. 264; G. MARASÀ, *La società senza scopo di lucro*, Milano, 1984, p. 202 e 474; C. MONTAGNANI, *La verifica del tipo sociale e una recente vicenda giudiziaria*, in Riv. dir. civ., 1988, II, p.36; P. ABBADESSA, *Le disposizioni generali sulle società*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, XVI, Torino, 1985, p. 27; M. SCIUTO, «*La mancanza dell'atto costitutivo*» di società per azioni, *op. cit.*, p. 182 ss., ove tutti gli ulteriori riferimenti. In giurisprudenza, per una riqualificazione di una fattispecie iscritta come s.r.l. in s.n.c. per la presenza di una clausola di esposizione illimitata alle perdite si veda la nota decisione Cass., 23-2-1984, n.1296, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1985, I, 197, poi superata, ad es. in Cass., 10-12-1996, n.10970, in *Giur. comm.*, 1998, II, 31.

Secondo alcuni autori, seguendo un altro percorso interpretativo, la causa di nullità della mancanza dell'atto costitutivo avrebbe inoltre potuto offrire argomenti per far valere la simulazione di una società iscritta, con conseguente applicazione degli effetti della nullità secondo quanto previsto dal previgente art. 2332; per completi riferimenti dottrinali e giurisprudenziali sul dibattito e per una convincente confutazione delle varie tesi favorevoli alla simulazione v. per tutti G. PALMIERI, *La nullità della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e da G. B. Portale, I, Torino, 2004, p.514 ss.

rispetto al nome del tipo prescelto <sup>(8)</sup>).

Tuttavia, si è ulteriormente precisato che porre l'accento esclusivamente sul profilo formale del "*nomen iuris*" prescelto dai soci non potrebbe, di per sé, esaurire completamente l'utilità conoscitiva (e applicativa) di un percorso interpretativo volto ad enucleare i caratteri essenziali (non solo formali ma anche sostanziali) che compongono la fattispecie negoziale del tipo.

Il modello organizzativo corrispondente alla fattispecie, infatti, anche dopo l'iscrizione nel registro delle imprese <sup>(9)</sup>, manterrebbe la funzione di «criterio euristico» di selezione della possibile nullità virtuale delle clausole con esso confliggenti, con la conseguente sostituzione automatica di queste per la violazione di una norma imperativa del tipo (art. 1419, comma secondo, cod.civ. <sup>(10)</sup>). Su questa via si è così tentato di individuare compiutamente quali siano gli elementi sostanziali che connotano ontologicamente il tipo s.p.a., i quali, seguendo questo percorso interpretativo, in un certo senso "preesisterebbero" alla disciplina, "ergendosi" al livello antecedente della fattispecie e che, quindi, debbano essere "voluti" dai soci, pena la sostituzione delle clausole statutarie "atipiche" con le corrispondenti norme imperative del tipo.

---

<sup>(8)</sup> L'espressione «funzione di sbarramento» si rinviene in P. SPADA, *sub* 2325, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. D'Alessandro, II, Padova, 2010, p.3.

<sup>(9)</sup> Prima dell'iscrizione risulta chiaro che, per l'applicazione dell'art 2331 nella parte in cui prevede una disciplina applicabile alla società per azioni non ancora iscritta, l'atto costitutivo debba essere qualificabile come atto costitutivo di una società per azioni e quindi debba contenere gli elementi essenziali della relativa fattispecie. In questo senso si vedano le osservazioni di M. SCIUTO – P. SPADA, *Il tipo della società per azioni*, *op. cit.* p.18, seguiti da G. ZANARONE, *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, I, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2006, p.69; *contra*, in passato, P. ABBADESSA, *Le disposizioni generali sulle società*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, XVI, Torino, 1991, p.42, il quale riteneva applicabile il criterio nominalistico a prescindere dal perfezionamento del procedimento di iscrizione nel registro delle imprese. L'autore ha poi mutato il proprio convincimento in *sub* 2325, *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, p.6, nt.16. Una posizione intermedia è quella di M. SCIUTO, *op. ult. cit.*, p.126 ss., secondo il quale il regime della società in formazione si applicherebbe anche quando la realtà negoziale non coincida perfettamente con il tipo legale per la presenza di clausole tipologicamente incompatibili, purché risulti la scelta del tipo s.p.a. e la ferma volontà, dal testo dell'atto costitutivo o dal comportamento complessivo dei fondatori e di chi ha agito per conto della società in formazione, di completare il procedimento costitutivo.

<sup>(10)</sup> Cfr. M. SCIUTO – P. SPADA, *Il tipo della società per azioni*, *op. cit.*, p. 18. Un altro momento in cui il tipo come fattispecie funge da antecedente della disciplina si rinviene nella disciplina della trasformazione, poiché, prima della conclusione degli adempimenti pubblicitari - che *ex art. 2500 bis* cod. civ. pregiudicano la possibilità di far valere l'invalidità della dell'atto di trasformazione -, una delibera palesemente contraria alla fattispecie del tipo trasformato potrà essere impugnata per violazione dell'art. 2249 cod. civ.; in tal senso v. ancora ZANARONE, *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, *op. cit.*, p. 69 s.

1.2 *L'affievolimento dei confini e la contaminazione delle fattispecie tra i tipi capitalistici a seguito delle riforme dell'ultimo decennio. Ricadute sul piano metodologico: l'opportunità di ricercare gli elementi distintivi (della fattispecie della partecipazione) in s.p.a. e s.r.l. sul piano della disciplina. Sub-tipi, differenziazioni tipologiche, ed elementi identificanti.*

A partire dalle radici storiche della società per azioni, si sono identificati i tratti “tipizzanti” della fattispecie s.p.a. a) nell' *intento di limitazione del rischio* di tutti i soci; b) nell'*organizzazione corporativa*, ovvero l'articolazione dell'organizzazione societaria in ben distinte funzioni e uffici specializzati; c) nella *standardizzazione delle quote di partecipazione* e nella *spersonalizzazione* di queste rispetto ai soci titolari delle stesse <sup>(11)</sup>.

Sul punto si è giustamente osservato che un conto è il marcare l'accento sui menzionati elementi quali «criteri euristici dell'imperatività», altro è, ovviamente, l'avvalersi degli stessi per isolare una chiara distinzione, a livello di fattispecie negoziale, tra le diverse *species* delle società di capitali.

In altre parole, se è ben possibile sostenere che i menzionati caratteri debbano tutti necessariamente risultare dall'architettura dell'atto costitutivo di una società iscritta come s.p.a. a pena di sostituzione automatica della clausola difforme invalida, bisogna al contempo sicuramente ammettere che, quantomeno i primi due, non costituiscano criteri sufficienti in astratto per identificare in modo dirimente una fattispecie negoziale come società per azioni.

Se la limitazione del rischio al “*quantum*” conferito nella società - pur rimanendo invero controversa la questione relativa al dove esattamente arrestare il perimetro “tipologico” della responsabilità limitata delle obbligazioni sociali <sup>(12)</sup> - val bene a distinguere la s.p.a. e la s.r.l.

---

<sup>(11)</sup> V. ancora, per tutti, M. SCIUTO – P. SPADA, *Il tipo della società per azioni, passim*.

<sup>(12)</sup> Secondo P. SPADA, *La tipicità della società, op. cit.*, p.52 ss., la responsabilità esclusiva della società per le obbligazioni sociali è un elemento che, riguardando l'area dei rapporti tra terzi e soci, è estraneo all'ambito dell'autonomia negoziale di questi ultimi, e, dunque, non può accedere alla qualificazione della fattispecie negoziale del tipo, in virtù del fatto che l'art. 2249, secondo comma cod.civ. richiede che la costituzione di una società di cui al capo III eseguenti del titolo V del codice civile sia oggetto di una volizione dei soci. Di qui l'autore ritiene che elemento tipologicamente essenziale della fattispecie di s.p.a. ed s.r.l. sia l'intento di limitazione del rischio dell'investimento alla misura del conferimento, o, al limite, di un predeterminato multiplo (o sottomultiplo) di questo, poiché detto elemento rimane sì confinato, diversamente dalla responsabilità limitata per le obbligazioni nei confronti dei terzi, nell'ambito negoziale disponibile alle parti del contratto (i soci). A questa tesi si è replicato, da parte di P. ABBADESSA, *Le disposizioni generali sulle società, op. cit.*, p.39, che, in realtà, la responsabilità limitata per le obbligazioni sociali nei confronti dei terzi, costituirebbe uno di quei casi eccezionali previsti dalla legge in cui il contratto può avere effetto nei confronti dei terzi (art. 1372, II, c.c.), sicché, seguendo questo ragionamento, risulterebbe più difficile separare concettualmente (e consequenzialmente) a livello di

dalle società di persone e dalla società in accomandita per azioni, l'organizzazione corporativa non ha invece alcuna valenza identificante; infatti se questa è certamente imperativa nella s.p.a. e caratterizza pure il regime suppletivo della s.r.l. (il cui tasso di rigidità è peraltro riaumentato con la recente riforma del Codice della Crisi di impresa), occorre riconoscere che essa può contraddistinguere anche la s.n.c. in caso di opzione dei soci <sup>(13)</sup>. Pertanto, la vera disputa in ordine al tratto tipologico idoneo a caratterizzare in senso esclusivo la s.p.a. anche rispetto alla s.r.l. si è concentrata sul terzo elemento, ossia la standardizzazione e spersonalizzazione delle quote di partecipazione <sup>(14)</sup>.

Con riferimento all'esatta interpretazione dell'inciso - di cui all'art. 2468, comma primo c.c. - "*le quote di partecipazione non possono essere rappresentate da azioni*", si è dibattuto in ordine alla delimitazione del margine di manovra riconoscibile all'autonomia statutaria nelle s.r.l. nel modellare la conformazione della partecipazione in senso "oggettivistico", tramite una più o meno accentuata (a seconda delle diverse posizioni) neutralizzazione del principio di unitarietà della quota.

Ad una posizione dottrinale maggioritaria più rigorosa, fedele al classico principio un socio-una quota <sup>(15)</sup> - dal quale deriverebbe in ogni caso la preclusione alla s.r.l. di segmentare

---

fattispecie e disciplina l'intento di limitazione del rischio da parte dei soci al conferimento dalla responsabilità limitata della società nei confronti dei terzi.

<sup>(13)</sup> Si è poi osservato da parte di G. ZANARONE, *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, op. cit., p.87 nt. 91, che l'organizzazione corporativa non possa assurgere ad elemento distintivo del tipo s.p.a., oltre per il fatto, come accennato nel testo, che essa non è prerogativa esclusiva della s.p.a., anche poiché essa «trova la spiegazione della propria imperatività nella presenza di altri elementi, in particolare nella standardizzazione della partecipazioni, e quindi nel potenziale affacciarsi di quella figura del socio mero investitore la cui tutela si intende garantire attraverso, appunto, la rigida identificazione di competenze e responsabilità propria dell'organizzazione corporativa».

Sull'organizzazione corporativa nelle società di persone si vedano soprattutto L. PISANI, *Società di persone a «struttura corporativa»*, Torino, 2000, *passim* e P. PISCITELLO, *Società di persone a struttura aperta e circolazione delle quote. Modelli legali e autonomia statutaria*, Torino, 1995, *passim*.

<sup>(14)</sup> Lo segnala, ripercorrendo il ragionamento riportato nel testo, P. ABBADESSA, *sub 2325, Società di capitali. Commentario, op.cit.*, p. 5 s.

<sup>(15)</sup> Nel sistema *ante* - riforma del 2003, si v., *ex multis*, G. SANTINI, *sub art. 2472*, in *Società a responsabilità limitata*, in *Commentario del codice civile*, a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna-Roma, 1992, p. 39; G. FERRI, *Le società*, in *Tratt. di dir. civ.* fondato da F. Vassalli, Torino, 1985, p. 461; G. COTTINO, *Diritto commerciale*, I, Padova, 1987, p. 597; F. DI SABATO, *Manuale delle società*, Torino, 1987, p. 594; L.F. PAOLUCCI, *Le società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto privato diretto da P. Rescigno*, 17, Torino, 1985, 274; in giurisprudenza Cass., 8 gennaio 1966, n. 141, in *Giur. it.*, 1966, I, 855; *contra*, invece a favore della titolarità di più quote in capo a un medesimo socio, G.C.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, in *Tratt. di dir. civ.*

il capitale sociale in quote standardizzate - si è obiettato che la norma menzionata andasse interpretata – in senso, diremmo noi, “debole” - ritenendo che il legislatore abbia voluto escludere la “cartolarizzabilità” delle quote di partecipazione, ovvero la loro circolazione agevolata secondo la disciplina cartolare o quella della dematerializzazione, ma non certo la possibilità di frazionare il rapporto sociale in più “quote standard”, con la conseguenza di doversi allora individuare la distinzione tipologica tra s.p.a. ed s.r.l. nella preclusione alle seconde del ricorso al mercato del capitale di rischio <sup>(16)</sup>.

Il convincimento maggioritario, al contrario, si caratterizza per un’interpretazione del divieto di rappresentare le quote in azioni in senso “forte”: al fine di individuarne l’esatta portata precettiva, tra (tutti) i possibili significati di “azione” che sono rinvenibili nella disciplina codicistica nessuno andrebbe escluso. E ciò soprattutto in considerazione del fatto che l’art.

---

*e comm.*, già diretto da A. Cicu e F. Messineo e continuato da L. Mengoni, XXX, I, Milano, 1982, p. 265; ID., voce Società a responsabilità limitata, in *Enc. giur. Treccani*, 193, p. 13 ss. Nel sistema *post* - riforma, si v., fra molti, M. MALTONI, *sub art. 2468*, in *Il nuovo diritto delle società*. Commento sistematico al D.l.gs. 17 gennaio 2003, n. 6, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2005, 1816 ss.; ID., *La partecipazione sociale*, in *La riforma delle società a responsabilità limitata*, a cura di C. Caccavale – F. Magiulo – M. Maltoni – F. Tassinari, Torino, 2007; p. 193; P. REVIGLIONE, *sub art. 2468*, in *Il nuovo diritto societario*. Commentario diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Bologna, 2004, p. 1799; L. A. BIANCHI – A. FELLER, *sub art. 2468*, in *Società a responsabilità limitata*., a cura di L. A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, p. 306 ss.

<sup>(16)</sup> Vedi in questo senso N. DE LUCA, «Partecipazione azionaria» e tipicità delle società di capitali, in *Riv. dir. civ.*, 2004, p. 867 ss., e per la conclusione p.908, seguito da A. TRICOLI, *Sull’ammissibilità di quote di s.r.l. dotate di diritti particolari*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, p. 1047 e P. ABBADESSA, *sub 2325*, *Società di capitali*. *Commentario, op.cit.*, p. 6, il quale però contesta l’assunto proposto da De Luca per cui la distinzione tra s.p.a. ed s.r.l. andrebbe allora ravvisata nella posizione della società di fronte al mercato, in base all’argomento che tale elemento non possa giovare all’individuazione della fattispecie, atteso che esso appartiene al piano posteriore della disciplina, finendo così per rivalutare «la scelta del nome da parte dei soci quale coelemento necessario di una fattispecie negoziale più complessa, composta di elementi formali e sostanziali idonei a cogliere, in termini inequivoci, l’esatto profilo del tipo».

Gli argomenti addotti a favore della possibilità di dividere il capitale in “quote standard” poggiano da un lato sulla considerazione dell’aumento dell’autonomia statutaria nella s.r.l., dall’altro nella ricognizione del panorama comparatistico continentale, ove, se in generale è mantenuto fermo il divieto di incorporare le quote di partecipazione in titoli circolanti secondo il regime cartolare o di dematerializzazione, in molti ordinamenti non consegue però a questa preclusione la possibilità di standardizzare le partecipazioni. Nell’ordinamento francese ad es. si vieta alla sociétés a responsabilité limitée di rappresentare le quote di partecipazione in «titres négociables» (art. L. 223-12 C. comm.) ma il capitale «est divisé en parts sociales égales» (art. L. 223-2). Nelle sociedades de responsabilidad limitada dell’ordinamento spagnolo, «las participaciones sociales no podrán estar representadas por medio de títulos o de anotaciones en cuenta, ni denominarse acciones, y en ningún caso tendrán el carácter de valores» (cfr. art. 96.2. LSA) ma, ciò nondimeno, «las participaciones sociales en la sociedad de responsabilidad limitada [...] son partes alícuotas, indivisibles y acumulables del capital social» (cfr. art. 90 LSA).

2346 c.c. consente la non emissione dei titoli azionari, chiarendo così implicitamente che il significato della tecnica azionaria non possa essere limitato al solo profilo dell'incorporazione documentale o della dematerializzazione per finalità circolatorie, ma che esso sia anche intrinsecamente legato alla necessaria conformazione morfologica della partecipazione in segmenti corrispondenti a segmenti minimi non (ulteriormente) frazionabili, di eguale misura, ed incorporanti i medesimi diritti <sup>(17)</sup>.

Ad ogni modo, anche senza voler necessariamente aderire all'indirizzo che propende per la più liberale interpretazione dell'art. 2468 cod.civ., si deve nondimeno evidenziare che il principio di unitarietà della quota, da sempre evocato come tratto di cardinale distinzione rispetto alla partecipazione nella s.p.a., sembra avere ormai assunto carattere *residuale* <sup>(18)</sup>. Se da un lato infatti questo connota tendenzialmente la conformazione della partecipazione nei

---

<sup>(17)</sup> Si veda, *ex multis*, sul punto M. NOTARI, *Diritti «particolari» dei soci e categorie «speciali» di partecipazioni*, in AGE, 2003, p. 337, il quale, pur ritenendo che sia possibile legare i diritti particolari alla partecipazione e non al socio sottolinea comunque come in virtù dell'art. 2468, comma primo cod.civ. non sia possibile standardizzare pienamente le partecipazioni; cfr. anche sul divieto di standardizzazione delle quote M. MAUGERI, *Quali diritti particolari per il socio di società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 1492, s.; BLANDINI, *Categorie di quote, categorie di soci*, Milano, 2009, p. 203 ss.; G. ZANARONE., sub *art. 2468*, in *Della società a responsabilità limitata. Il codice civile. Commentario* fondato e diretto da P. Schlesinger, *cit.*, I, 2010, p.506 ss.; G. PALMIERI, *Principio di proporzionalità, diritti particolari dei soci e autonomia statutaria nella s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 905 ss.

<sup>(18)</sup> M. CIAN, *“Unitarietà” e “disgregabilità” della partecipazione di s.r.l. nelle vicende organizzative*, in *Giur. comm.* 2021/3, I, p. 396 ss., p.415, il quale dopo un'ampia analisi di tutte le fattispecie controverse ove si è dibattuto in ordine ai margini di frazionabilità della quota, giunge a concludere che il principio di unitarietà della quota «gioca un ruolo meramente residuale e quindi finisce per avere, nella regolazione delle diverse fattispecie, una valenza doppiamente relativa: sotto un primo profilo, in quanto ampiamente derogabile dall'autonomia statutaria; sotto un secondo, perché non avente portata generale neppure nel contesto della disciplina operante nel silenzio dell'atto costitutivo. Risulta allora poco produttiva, e sovente fuorviante anche nei casi in cui si sia inclini ad orientarsi verso una risposta regolatoria alternativa, continuare a muovere dallo stesso, come dal principio di riferimento della materia, in quanto non si tratta di delimitarne la portata, o ammetterne deroghe, o concedere eccezioni. Ogni fattispecie richiede, viceversa, una indagine autonoma, che prescindendo da qualsiasi condizionamento dipendente dal modello conformativo della partecipazione, e fondata invece sul quadro degli interessi implicati e una risposta ad essi coerente: ove la logica dell'unitarietà potrà al più soccorrere, per così dire, come *extrema ratio*». Cfr. anche, traendone argomento dalla divisibilità delle quote in via statutaria, G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata, op. cit.*, p. 514 ss.; S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata. Lezioni sul modello societario più diffuso*<sup>2</sup>, Torino, 2020, p. 101; ss. Per una posizione più conservativa in relazione al rapporto tra unitarietà e categorie di quote nelle s.r.l. P.M.I., negando l'irriducibilità di queste ad unità v. M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di Ibba e Marasà, I, Milano, Giuffrè, 2020, p. 418 ss., p. 559 ss.



rapporti esterni della società<sup>(19)</sup>, dall'altro, sul piano delle regole organizzative a rilevanza endosocietaria, può essere (in parte) neutralizzato ad opera di apposite clausole statutarie che, nella loro combinazione, abbiano l'effetto di consentire una considerazione "parziale" della quota in corrispondenza di svariati momenti della disciplina, anche senza necessariamente doversi postulare una loro suddivisione in quote *standard*. Si pensi a questo proposito al tema del recesso<sup>(20)</sup>, o riscatto e l'esclusione parziale<sup>(21)</sup>, alla procedura di vendita *ex art.2466 c.c.* per la sola parte della quota non liberata all'esito di un aumento di capitale<sup>(22)</sup>, alla questione

---

(19) Ma anche sotto questo versante in realtà le certezze non sono così granitiche, poiché si tende ad ammettere che, in realtà, anche nei rapporti esterni, il principio di unitarietà della quota possa essere superato, ad esempio ammettendosi un sequestro parziale della quota (v. in tal senso recentemente Tribunale di Milano 23 settembre 2017, in *Società*, n.5/2018, p. 580 ss., con nota di F. PLATANIA). D'altro canto, un'attenuazione dell'unitarietà della quota nei rapporti esterni si può realizzare anche nel caso in cui, costituito inizialmente un diritto di pegno o di usufrutto su una quota, il socio (a cui spetta il diritto di opzione in virtù del richiamo all'art.2352 c.c. operato dall'art. 2471-bis) decida poi di sottoscrivere un aumento di capitale a titolo oneroso; in tale situazione è chiaro che si avranno due quote logicamente distinte, pur se appartenenti al medesimo socio, poiché si avrà un esercizio differenziato dei diritti sociali da parte del creditore pignoratizio o dell'usufruttuario in corrispondenza della frazione della quota gravata dal diritto reale altrui, e da parte del socio in corrispondenza della partecipazione sottoscritta in sede dell'aumento del capitale.

(20) A favore del recesso parziale anche in assenza di una disposizione statutaria che lo preveda, v. P. PISCITELLO, *Recesso e esclusione nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto societario. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, III, Torino, 2007, 724 ss.; G. DE NOVA., *Il diritto di recesso del socio di società per azioni come opzione di vendita*, in *Riv. dir. priv.*, p. 329; N. SALANITRO, *Profili sistematici della società a responsabilità limitata*, Milano, 2005, p. 57; R. ROSAPEPE, *Appunti su alcuni aspetti della nuova disciplina della partecipazione nella s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 498 ss.; ritengono invece necessaria una previsione statutaria autorizzativa, G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata, op. cit.*, Milano, 2010, p.775 nt. 1; M. VENTORUZZO, *Recesso da società a responsabilità limitata e valutazione della partecipazione del socio recedente*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2005, II, p.455 ss.; M. MALTONI, *Il recesso e l'esclusione nella nuova società a responsabilità limitata*, in *Notariato*, 2003, p. 310; DI CECCO, *Il diritto di recesso del socio di società di capitali dopo la riforma*, in *Riv. dir. impr.*, 2005, p.42; M. PERRINO, *La «rilevanza del socio» nella s.r.l.: recesso, diritti particolari, esclusione*, in *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, a cura di V. Santoro, Milano, 2003, p.820. *Contra*, nel senso di escludere in ogni caso che il socio possa recedere parzialmente v. M. TANZI, *sub art. 2473*, in *Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. S. d'Alcontres, III, Napoli, 2004, p.1540 e L. DELLI PRISCOLI, *sub art. 2473*, in *Codice commentato delle s.r.l.*, diretto da P. Benazzo e S. Patriarca, Torino, 2006, p.285.

(21) Su cui vedi P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *L'esclusione*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di Ibba e Marasà, I, *op. cit.*, p. 1140 s.; M. CIAN, *"Unitarietà" e "disgregabilità" della partecipazione di s.r.l. nelle vicende organizzative*, *op. cit.*, p. 409 s. per la legittimità dell'esclusione e riscatto "parziali".

(22) In questo senso G. ZANARONE, *sub art. 2466*, in *Della società a responsabilità limitata, Commentario Schlesinger, op. cit.*, p. 421; S. CACCHI PESSANI, *sub 2466*, in *Società a responsabilità limitata, Commentario Marchetti, op. cit.*, p. 216 ss.; P. MASI, *sub art. 2466*, in *Società di capitali, Commentario Niccolini-Stagno d'Alcontres, op. cit.*, p. 1444 ss.; *contra* A. VALZER, *sub 2466, La mancata esecuzione dei conferimenti*, in *S.r.l.*

dell'ammissibilità in capo a uno stesso socio di più quote distinte, delle quali una dotata di diritti particolari o prestazioni accessorie a differenza delle altre <sup>(23)</sup>, ancora, all'ammissibilità di regimi di circolazione o intrasferibilità differenziati per quote distinte <sup>(24)</sup>.

Se questi erano – in estrema sintesi - i termini del dibattito all'indomani della riforma del 2003 (che valgono ancora immutati per la “grande” s.r.l.), gli interventi legislativi della fertile stagione riformatrice del lustro compreso tra il 2012 e il 2017 hanno ulteriormente complicato il compito dell'interprete nell' identificare gli elementi sostanziali atti a isolare (e distinguere) la fattispecie negoziale (nel ruolo residuale che essa potrebbe ancora rivestire dopo l'iscrizione nel registro delle imprese, secondo l'opinione prima riportata) della s.r.l. da quella della s.p.a.

Il legislatore, dopo aver decisamente optato con la riforma del 2003 per la valorizzazione degli spazi di personalizzazione dell'architettura organizzativa nelle s.r.l., con l'obiettivo di emanciparla dal ruolo di «piccola s.p.a. senza azioni» nel quale secondo il comune apprezzamento degli interpreti era “confinata” nel sistema precedente la riforma del 2003, con l'ultima riforma (v. art. 57. D.lgs. 50/2017) ha intrapreso una strada opposta, scardinando per le s.r.l. PMI due connotati identitari centrali quali il divieto di conformare le quote di partecipazione in maniera puramente standardizzata (art. 26, II, D.lgs. 50/2017) e la possibilità di offrire le quote al pubblico attraverso i portali per la raccolta dei capitali di cui all'art. 5-*novies* dell'art. 1 t.u.f. (art. 26, V, D.lgs.50/2017).

Con la possibilità di emissione di «categorie di quote» ai sensi dell'art. 26, secondo comma del menzionato decreto sembra potersi ragionevolmente intendere che (almeno) un'aliquota del capitale sociale di una s.r.l. PMI possa essere emessa, con chiara logica di favorire l'afflusso di capitale di rischio da parte di soci “investitori”, in forma partecipativa pienamente

---

*Commentario*, dedicato a G.B Portale, a cura di Dolmetta e Presti, p. 227 ss.; G.P. ALLECA, *L'intangibilità della posizione del socio di s.r.l.*, in *Riv. Soc.*, 2017, p.1087 ss. In giurisprudenza per la prima tesi, salvo la presenza di una clausola statutaria di indivisibilità della quota, v. di recente Cass., I sez., n. 1185 del 21 gennaio 2020 confermata in Cass. 25 febbraio 2020, n. 4956; per la seconda Trib. Roma, 3 sett. 2020, in *Giur. comm.*,2020/3, II, con nota di M. FACCI, *L'esclusione del socio: un banco di prova per il principio di unitarietà della quota di s.r.l.*, p. 733 ss.

<sup>(23)</sup> In argomento si rinvia per tutti a M. NOTARI, *Diritti “particolari” dei soci dei soci e categorie “speciali” di partecipazioni*, in AGE, 2003, p.337

<sup>(24)</sup> Cfr. sul punto, per tutti, P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *Società a responsabilità limitata a struttura chiusa e intrasferibilità delle quote*, Milano, p. 187 ss.

*standardizzata* <sup>(25)</sup>, con l'oggettivizzazione del contenuto dei diritti – tanto in senso accrescitivo <sup>(26)</sup>, quanto ablativo o limitativo <sup>(27)</sup> - in partecipazioni della medesima misura ed emesse in serie; allo stesso tempo il concetto stesso di unitarietà della quota vacilla definitivamente,

---

<sup>(25)</sup> V. sul punto CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima 171 del 27 novembre 2018, *Nozione di categorie di quote di s.r.l. PMI*, per cui «lo statuto può liberamente stabilire che le quote di ciascuna categoria: (i) abbiano tutte la medesima misura, essendo in tal caso necessario che la misura e il numero delle quote di ciascuna categoria costituiscano elementi dello statuto sociale, oppure (ii) siano di misura variabile e divisibile, al pari delle partecipazioni "individuali" secondo il regime legale ordinario delle s.r.l. »; *contra* COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Massima I.N.6 - (*Applicazione del principio dell'unicità della partecipazione in presenza di categorie di quote - 1° pubbl. 9/18*), secondo il quale il legislatore si sarebbe limitato a consentire il trasferimento del diritto particolare con la quota ma non la standardizzazione assoluta della partecipazione. Nel primo senso v. anche P. BENAZZO, *La s.r.l. start-up innovativa*, in *N. leggi civ.*, 2014, p. 1116 s.; ID., *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?*, in *Riv. Soc.*, 2018, p. 1456 ss.; C. LIMATOLA, *Passaggi generazionali e posizioni di governo nella s.r.l.*, Torino, 2017, p. 230 ss.; N. ABRIANI, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, in *RDS*, 2019, I, p. 512 s.; v. anche le considerazioni di M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, II, p. 827 ss., il quale dimostra peraltro come l'introduzione di una clausola di standardizzazione significherebbe nella sostanza configurare le partecipazioni sociali come indivisibili, non unificabili ed autonome, risultato che, agendo contemporaneamente su diversi livelli della disciplina societaria, non troverebbe ostacoli legislativi insormontabili. L'autore ritiene inoltre che la standardizzazione delle quote non sia un fenomeno intrinsecamente connesso alla nozione di categorie di quote, ma alla destinazione al mercato delle stesse, oggetto parimenti di specifica attenzione da parte del legislatore. A favore della standardizzazione di tutte le quote di partecipazione al capitale o della coesistenza di quote standardizzate o meno nelle s.r.l. *start up* innovative si erano pronunciati M. MALTONI – P. SPADA, *L'impresa start-up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *Riv. not.*, 2013, I, p. 1122; M. COSSU, *Le start up innovative in forma di società a responsabilità limitata. Profili privatistici*, in *Società, Banche e Crisi d'impresa, Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da Campobasso, Cariello, Di Cataldo, Guerrera, Sciarrone Alibrandi, Assago, 2014, p. 1720.

<sup>(26)</sup> A favore delle quote a voto plurimo, v. O. CAGNASSO, *La S.r.l. piccola e media impresa (pmi)*, in *Le società a responsabilità limitata*, I, a cura di Ibba e Marasà, Milano, 2020, p. 115 s. e CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 174 del 28 novembre 2018, *Categorie di quote a voto ridotto o maggiorato nelle s.r.l. PMI*.

<sup>(27)</sup> Seppur è vero che l'art. 57 del D.lgs. 50/2017 non richiama per le s.r.l. PMI il comma terzo dell'art. 26 D.lgs. 179/2012 originariamente destinato alle s.r.l. *start-up* e s.r.l. PMI innovative («L'atto costitutivo della società di cui al comma 2, anche in deroga dall'articolo 2479, comma 5, del codice civile, può creare categorie di quote che non attribuiscono diritti di voto o che attribuiscono al socio diritti di voto in misura non proporzionale alla partecipazione da questi detenuta ovvero diritti di voto limitati a particolari argomenti o subordinati al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative») la dottrina maggioritaria tende a svalutare l'omissione, ritendendo applicabile estensivamente la norma anche alle s.r.l. PMI; v. in tal senso, *ex multis*, O. CAGNASSO, *Il socio di s.r.l. privo del diritto di voto. Qualche riflessione in tema di proprietà e controllo nell'ambito della s.r.l. PMI*, in *NDS*, 2018, p. 917 ss. Con specifico riguardo alle quote senza diritto di voto si v. diffusamente, M. SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione del tipo (con particolare riferimento alle quote prive del diritto di voto)*, in *Riv. soc.*, p. 336 ss.

poiché risulta chiaro che il socio possa risultare titolare di due quote distinte <sup>(28)</sup>.

Il nodo problematico più cruciale sembra invece annidarsi intorno al quesito relativo a fin dove possa spingersi l'autonomia statutaria nell' "oggettivare" l'assetto partecipativo. Se cioè in una s.r.l. PMI possa replicarsi un assetto partecipativo interamente azionario o se almeno una quota debba rimanere assoggettata alla disciplina generale codicistica - per preservare l'esigenza di coerenza dell'assetto organizzativo con l'identità del tipo s.r.l., ovvero la necessità che vi sia almeno un socio "imprenditore" e non solo soci "investitori" - è un problema che è lasciato aperto dal dato testuale e che risente di un ineliminabile margine di arbitrarietà, a seconda della propensione "ideologica" dell'interprete nel ricostruire il frastagliato orizzonte sistematico del tipo s.r.l.<sup>(29)</sup>.

È chiaro che propendere per l'emissione in forma standardizzata dell'intero ammontare delle quote di partecipazione, avvallando così sul piano della configurazione della partecipazione una perfetta replica di un assetto tipicamente azionario, comporterebbe un totale affievolimento dei confini delle fattispecie negoziali di s.p.a. ed s.r.l. PMI. Infatti, a quel punto, il tentativo di ricercare gli elementi distintivi della partecipazione sul piano "ontologico" dell'interpretazione del divieto di emettere azioni di cui all'art.2468 cod.civ. condurrebbe necessariamente nell'ambito delle modalità di circolazione - cartolari o mediante tecniche di dematerializzazione delle quote partecipative - che, nella s.r.l. PMI rimangono escluse (in virtù

---

<sup>(28)</sup> V. in questo senso il COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Massima I.N.6, *cit.*, secondo cui «qualora un socio sia titolare di quote di diverse categorie, le stesse non costituiranno un'unica partecipazione, ma tante partecipazioni unitarie quante sono le diverse categorie possedute, partecipazioni unitarie che in caso di successive cessioni o acquisti non si modificheranno nel loro numero ma solo nella loro percentuale», V. *contra*, M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, *op. cit.*, p. 565. Si vedano anche le successive Massime che applicano coerentemente tale principio nel caso di considerazione selettiva di una categoria di quote in materia di pegno e usufrutto, di applicazione a questa dell'articolo 2466 cod. civ., di recesso parziale, di voto divergente, ovvero di limiti alla circolazione differenziati per categorie di quote.

<sup>(29)</sup> V. al riguardo M. CIAN, *Il tipo s.r.l.?*, in *NLCC 2021/2*, p. 293 ss., p. 304; ID. *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, *op. cit.*, p. 841 ss., e già in *Le società start-up innovative. Problemi definitivi e tipologici*, in *AIDA*, 2013, p.423 ss., il quale deduce dall'appartenenza della s.r.l. PMI alla stessa cornice tipologica della s.r.l. codicistica l'esistenza di un vincolo "tipologico" insuperabile nella conformazione dell'assetto partecipativo, individuabile nella necessità che almeno una partecipazione conservi la pienezza dei diritti organizzativi spettanti al socio della s.r.l. codicistica. Soluzione che pare accolta dalla dottrina maggioritaria, conformi P. BENAZZO, *Start-up e PMI innovative*, in *Dig.Disc.Privat., Sez. comm.*, Milano, 2017, p.479; M. SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria*, *op. cit.*, p.347

del chiaro precetto di cui all'art. 2468 cod.civ.), o comunque, “ricalcate” nell'ambito della pur diversa <sup>(30)</sup> fattispecie di cui all'art. 100 *ter*, II *bis* T.u.f.

In effetti, la facoltativa “cartolarizzabilità” o dematerializzazione delle azioni nella s.p.a. è un aspetto che, come poc'anzi notato, è stato ricondotto dalla dottrina che più si è profusa nello sforzo ricostruttivo di isolare compiutamente la fattispecie dei tipi capitalistici alla *disciplina*, in quanto tale logicamente conseguente all'elemento della suddivisione del capitale in quote standard, *in thesi*, appunto, giacente sul piano antecedente della *fattispecie*.

Del resto, ove l'emissione dei titoli azionari o la loro dematerializzazione difetti, la quota standardizzata della s.r.l. PMI diverrebbe sul piano concettuale sostanzialmente indistinguibile dalla partecipazione azionaria <sup>(31)</sup>.

Con riguardo alle s.r.l. PMI, ad ogni modo, a prescindere dall'opzione interpretativa che si predilige, è pacifico rilevare un netto affievolimento del tasso di effettività del criterio interpretativo guida nella ricostruzione del materiale normativo dedicato alle s.r.l. - la “rilevanza centrale del socio”- individuato dalla legge delega alla riforma del 2003. Invero l'innesto di elementi di “finanziarietà”, caratteristici della partecipazione in società per azioni, quali la standardizzazione delle quote di partecipazione e la loro offerta al pubblico, non può non aver conseguenze anche su altri connessi settori della disciplina della s.r.l., che rimangono parametrati su una dimensione di piena “socialità” dell'organizzazione societaria, sicché pare senz'altro potersi ravvisare un problema di coerenza tra i connotati tipologici tradizionalmente fondanti la fattispecie della s.r.l. e la disciplina applicabile<sup>(32)</sup>.

---

<sup>(30)</sup> Vedi sul punto, con una convincente dimostrazione della non riconducibilità del sistema di circolazione intermediata delle quote di s.r.l. di cui all'art. 100 *ter*, II *bis* t.u.f. al regime di gestione accentrata in regime di dematerializzazione di cui all'art. 82 ss. t.u.f. e alla non conseguente applicazione della relativa disciplina, A. DENTAMARO, *Apertura della s.r.l. PMI tra divieto di rappresentazione delle quote ex art. 2468, comma 1, c.c. e tutela dell'investitore*, 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, p.176 ss., ove completi riferimenti sul relativo dibattito.

<sup>(31)</sup> In questo senso v. N. ABRIANI, *Quote, categorie di quote e strumenti finanziari delle s.r.l. Pmi: possibilità di razionalizzare il sistema?*, in *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, a cura di Montalenti e Notari, Milano, 2020, p.90; O. CAGNASSO, *La S.r.l. piccola e media impresa (pmi)*, in *Le società a responsabilità limitata*, I, *cit.*, spec. p. 90 e 97; D. SCANO, *Il “tipo”*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di Ibba e Marasà, I, Milano, 2020, p. 77 ss.

<sup>(32)</sup> In tal senso si vedano le osservazioni di O. CAGNASSO, *Profili organizzativi e disciplina applicabile alle s.r.l. e pmi*, in *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, *cit.*, p.64 s., il quale osserva che il legislatore « (...) ha, almeno nell'ambito delle P.M.I., dilatato la fattispecie s.r.l., riducendone i requisiti tipologici, ed in tal modo ha esteso una disciplina pensata per un certo modello societario

Il legislatore, lasciando un vuoto normativo, ha così devoluto all'autonomia statutaria (e in via residuale all'interprete qualora permangano lacune nello statuto) l'onere di colmarlo. Si è tentato allora di individuare regole tratte dalla disciplina azionaria suscettibili di essere importate nell'emisfero della s.r.l. P.M.I., ovvero anche di disapplicare (o attenuare) i segmenti di disciplina della s.r.l. parametrati sulla piena rilevanza centrale del socio e sulla sua dimensione "imprenditoriale", tendenzialmente inefficienti in un assetto partecipativo polarizzato tra soci "investitori" o "finanziatori" <sup>(33)</sup>.

---

(la s.r.l. chiusa), ad un'area estranea a tale ambito, creando una vera e propria dissociazione tra una disciplina in buona parte coerente ad una certa logica ed un ambito di applicazione estraneo ad essa» ; vedi anche le considerazioni di M. NOTARI, *Analisi de iure condendo delle varianti organizzative delle s.r.l.(start up innovative, PMI innovative e PMI): problemi aperti e prospettive evolutive*, in *Osservatorio diritto civile e commerciale*, 2-2019, p. 241 ss.

<sup>(33)</sup> Basti pensare, limitandosi a un mero accenno a un discorso molto complesso e che necessita ancora di un'opera di compiuta sistematizzazione degli interpreti, al tema dei diritti di controllo e della funzione di vigilanza: come si è messo in luce, si potrebbe sostenere l'esclusione o la limitazione dei diritti di controllo riconosciuti al singolo socio ex art. 2476, II c.c., qualora egli abbia sottoscritto quote puramente "finanziarie", sostituendoli con un controllo "istituzionalizzato", mediante la nomina di un organo di controllo, anche al di fuori dei casi in cui essa è obbligatoria ai sensi dell'art. 2477 c.c. Ancora, nell'ambito di una s.r.l. "aperta", appare difficile ipotizzare che regole quali la legittimazione individuale all'impugnazione delle delibere o parimenti all'esercizio dell'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori, riconosciute nella s.r.l. ordinaria ai singoli soci, possano essere compatibili con una compagine molto ampia di soci investitori, pena il rischio di paralizzare la vita della società. E simili discorsi potrebbero essere sostenuti anche con riguardo alla questione della postergazione dei finanziamenti dei soci ex art 2476: la natura di "investitori" e non di "imprenditori" dei soci potrebbe precludere l'applicabilità ai primi di tale disciplina che trova la sua *ratio* proprio nella dimensione imprenditoriale (e quindi nella loro attitudine a essere informati sulla situazione patrimoniale e finanziaria della società) dei soci della s.r.l. "ordinaria". Su questi e altri temi si vedano, pur nella varietà delle posizioni degli autori, *ex multis*, O. CAGNASSO, *Profili organizzativi e disciplina applicabile alle s.r.l. e pmi*, in *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, .cit., p. 67 e 70 ss., ID, *La S.r.l. piccola e media impresa (pmi)*, op. cit., p. 121 ss.; M.CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, op.cit., p. 850 ss., ID, *Dalle s.r.l. a base personalistica alle quote "finanziarie" e alla destinazione ai mercati*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi*, cit., p. 35 ss.

Dal punto di vista dell'applicazione estensiva o analogica di istituti della disciplina azionaria alle s.r.l. PMI si ritiene ad esempio applicabile di *default*, a prescindere da un espressa previsione statutaria, la disciplina delle assemblee speciali di cui all'art. 2376 c.c. per le delibere pregiudizievoli dei diritti delle categorie speciali di quote, in tal senso N. ABRIANI, *Quote, categorie di quote e strumenti finanziari delle s.r.l. Pmi: possibilità di razionalizzare il sistema?*, in *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo ?*, cit., p.94; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, op.cit., p.854 e P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della nuovissima s.r.l.: quale ruolo e quale spazio della disciplina azionaria nella s.r.l.- PMI "aperta"*, op. cit., p.1468, il quale giunge anche a prospettare (p. 1463 ss.) l'applicazione estensiva di "regole di mercato" per le s.r.l PMI "aperte", quali il divieto di redigere il bilancio in forma abbreviata, l'obbligo di approntare un sistema di controllo interno con riguardo alla revisione legale dei conti e l'applicazione analogica

Si è così arrivati a discorrere, già agli albori della novella, icasticamente, con riguardo alle regole relative ai rapporti tra soci – ferma restando ovviamente l’inderogabilità delle norme in punto di responsabilità e di capitale sociale –, con espressioni che si rivelano ora quasi profetiche, di «modello aperto» o «disponibile»<sup>(34)</sup>, di «modello senza qualità»<sup>(35)</sup>, fino ad arrivare, alla conclusione della tumultuosa stagione riformatrice, a «forma senza tipo»<sup>(36)</sup> o «tipo sperimentale e polifunzionale»<sup>(37)</sup>. Dunque, la s.r.l. P.M.I. si contraddistingue come modello liberamente plasmabile dai soci finanche componibile dall’autonomia statutaria con una piena commistione di assetti “finanziari” (soci investitori con quote standardizzate e seriali, prive del diritto di voto e offerte al pubblico) e “personalistici” (diritti particolari in capo a soci specifici individuato dallo statuto)<sup>(38)</sup>.

In base a quanto osservato, per ciò che rileva ai nostri fini, si può affermare che il tentativo di individuare in modo unitario i connotati che qualificano in modo esclusivo le fattispecie dei tipi capitalistici, sembra uno sforzo ermeneutico che, con l’attuale evoluzione normativa, rischia di condurre ad esiti interpretativi sempre più sfuggenti.

Sul piano metodologico pare più opportuno, piuttosto, prendere atto che la ricerca delle caratteristiche tipologiche caratterizzanti le società di capitali debba allora volgere all’individuazione dei «singoli nuclei inderogabili della disciplina» previsti nei distinti modelli (o sub-tipi) in cui si può attuare il programma di investimento costituito e iscritto come appartenente a un dato tipo e non, invece, dei tratti tipizzanti (comuni e indefettibili in tutti i

---

del principio di proporzionalità tra rischio e potere nelle forme dell’art. 2351, II e IV c.c. Sulla s.r.l. P.M.I. come società semi aperta, anche in relazione all’integrazione di norme tratte dal diritto azionario, v. S. CORSO, *Le s.r.l. “aperte” al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, Milano, 2021, p. 84 ss. Per una approfondita rassegna delle diverse posizioni, su entrambi i profili discussi in questa nota, si veda, anche A. CETRA, *La s.r.l.-p.m.i.: disciplina legale e autonomia statutaria*, in *Patrimonio sociale e governo dell’impresa. Dialoghi tra giurisprudenza, dottrina e prassi in ricordo di G.F. Colombo*, a cura di G.A. Rescio e M. Speranzin, 2020, Torino, p.81 ss.

(34) A. DOLMETTA, *Sul “tipo” S.r.l.*, in S.r.l., Commentario dedicato a Portale, a cura di Dolmetta e Presti, Milano, 2011, p. 15 ss.

(35) La definizione è stata utilizzata per la prima volta da O. CAGNASSO, *La s.r.l.: un tipo societario “senza qualità”?*, in *Nuovo dir. soc.*, 2013, V, p. 7 ss. e ripresa e condivisa da vari autori a commento delle più recenti riforme, v. ad es. M. CAMBOBASSO, *La società a responsabilità limitata. Un modello “senza qualità”?* in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi*, cit., p.19 ss.;

(36) D. SCANO, *Il “tipo”*, op. cit., p. 82

(37) S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata. Lezioni sul modello societario più diffuso*<sup>2</sup>, cit., p.1

(38) In tal senso, fra molti, si vedano O. CAGNASSO, *La S.r.l. piccola e media impresa (pmi)*, op. cit., p. 117 ss., S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata*, op. cit., p. 109 ss., e vedi anche *Massima* n. 171 del 27 Novembre 2018, della Commissione società del CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, cit.

sub-tipi) della distinzione a livello di fattispecie tra s.p.a. e s.r.l., sul presupposto di una concezione del sistema delle società di capitali (sempre più) a geometria variabile <sup>(39)</sup>. Certo, ciò non significa che sia necessario rinunciare allo sforzo di ricerca, nel materiale legislativo, di quegli elementi che, anche se collocati sul piano della disciplina, possano consentire di individuare il tipo s.r.l. in una sua matrice unitaria (quale la necessità che permanga almeno una partecipazione conforme alla disciplina legale), comune a tutti i modelli, pur nelle possibili diverse manifestazioni di questi, conseguenti all'ampissima variabilità degli elementi di disciplina disponibili, specie dal versante qui specificatamente indagato della morfologia della partecipazione <sup>(40)</sup>.

Quanto appena affermato è certamente predicabile con un credibile tasso di effettività per le s.r.l. ma può essere per certi verso esteso anche alla s.p.a. <sup>(41)</sup>, come si proverà a dimostrare in seguito, allorché si indagherà come l'interpretazione più tradizionale del principio tipologico di "assoluta" spersonalizzazione della partecipazione azionaria possa essere almeno in parte rimeditata. Almeno, nella direzione di potersi immaginare spazi per la "personalizzazione" dell'assetto partecipativo anche al di fuori delle ipotesi tipicamente previste, e ciò in modo differenziato tra i modelli delle s.p.a. che ricorrono o non ricorrono al mercato del capitale di rischio.

Peraltro, bisogna comunque già rilevare che alla moltiplicazione dei modelli di disciplina

---

<sup>(39)</sup> Cfr. P. MONTALENTI, *Il diritto societario dai "tipi" ai "modelli"*, in *I modelli di impresa societaria nel contesto europeo*, a cura di P. Montalenti, Milano, 2016, spec. p.14 s. e 41.

<sup>(40)</sup> V. infatti M.CIAN, *Il tipo s.r.l.?*, p. 298, il quale osserva che «affermare che taluni elementi identificano complessivamente il "tipo" significa affermare che esistono profili portanti delle regole di ciascuna delle otto "formule organizzative" societarie (per usare un'espressione neutra e meno compromessa dalla polivocità nell'uso), che ne giustificano la presenza nel campionario offerto dal codice e che, in quanto indefettibili, agiscono sul piano stesso della disciplina segnando il limite dell'autonomia statutaria e con ciò imprimendo una "forma necessaria" ad ogni esemplare appartenente al tipo», per poi concludere (p. 310) «in questo rinnovato contesto, la nuova frontiera aperta dalle riforme degli ultimi anni sembra introdurre un nuovo, ma diversamente declinato interrogativo, legato all'emersione di plurime varianti interne all'insieme: poiché alcune di queste varianti vanno a toccare proprio gli elementi fondativi del tipo e ne permettono/implicano declinazioni tra loro differenti, l'ipotesi dell'enucleabilità di più sottotipi (con statuti normativi noni integralmente coincidenti) non appare infeconda. È predicabile dunque l'esistenza, oggi, di più "co-tipi" di s.r.l.? Identici nella matrice, diversi nel suo dipanarsi».

<sup>(41)</sup> In senso critico sulla distinzione tra "fattispecie tipica" e "disciplina" anche nella s.p.a. si vedano le stimolanti riflessioni di D.U. SANTOSUOSSO, *I tratti essenziali e l'"aggettivo qualificante" della società per azioni. Contributo in materia di fattispecie, tipo e nozione di società.*, in *Impresa e Mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, I, 2015, spec. p. 650, il quale rifiuta l'idea che la fattispecie possa assurgere a priorità logica rispetto alla disciplina e afferma che «non si deve a nostro avviso temere di confondere fattispecie e disciplina, o meglio di fondare la prima interamente sulla seconda».



non consegue una moltiplicazione dei “tipi” negoziali. Questo convincimento - maggioritario in dottrina con riguardo alla distinzione normativa (2325 bis c.c.) tra i modelli della società per azioni che ricorre al mercato del capitale di rischio (con l’ulteriore distinzione tra società quotate nei mercati regolamentati e con titoli diffusi in maniera rilevante tra il pubblico) e società con azioni non negoziate nel mercato del capitale di rischio (le c.d. società “chiuse”) <sup>(42)</sup> - deve valere, a maggior ragione, anche per i distinti modelli di s.r.l. <sup>(43)</sup>.

Tutt’al più, una volta individuati i distinti nuclei di disciplina “speciale” di un dato modello rispetto alla cornice tipologica a cui appartiene, si dovrà ragionare sull’alternativa tra propendere per la natura eccezionale delle norme “speciali”, con la conseguenza di una loro applicazione limitata allo specifico modello, o per la loro natura di norme “trasversali” in seno al tipo, con una loro possibile “esportabilità” dal singolo modello agli altri, eventualmente

---

<sup>(42)</sup> Nel senso del testo si v. in particolare P. SPADA, *Tipologia delle società e società per azioni quotata*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, II, spec. p.214 ss.; M. NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2347-quinquies c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, p. 531 ss. Gli argomenti principali a sostegno della soluzione negativa poggiano *in primis* sulla considerazione che l’ammissione alla quotazione (e anche l’integrazione dei requisiti quantitativi e qualitativi dai quali dipende l’applicazione del regime delle società con titoli diffusi) sono meri fatti, che rilevano come possibili manifestazioni attuative di un certo programma negoziale, non, logicamente, come possibile fattispecie alternativa al medesimo. Inoltre, un secondo argomento è offerto dallo stesso dato letterale di cui all’art. 2325-bis, co.1, che considera le società che ricorrono al mercato del capitale di rischio come uno dei modelli tramite cui può manifestarsi la fattispecie s.p.a. In senso contrario, a favore dell’autonomia tipologica delle quotate, si veda già G. OPPO, *Sulla tipicità delle società quotate*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, II, p.483 ss. e, più di recente, v. D.U. SANTOSUOSSO, *I tratti essenziali e l’“aggettivo qualificante” della società per azioni.*, *op.cit.*, spec. p. 652, in base all’argomento che la scelta dell’ammissione alla quotazione, in virtù della peculiarità fisionomica e della profonda diversità disciplinare che caratterizza le società quotate, sia essa stessa una scelta programmatica negoziale e non già una mera attuazione di un programma iniziale prescelto in sede costitutiva.

<sup>(43)</sup> L’attribuzione di una qualche “autonomia” sul piano dell’identità tipologica a ogni distinto modello di s.r.l. comporterebbe infatti l’attivazione dell’istituto della trasformazione, alla quale è collegato inderogabilmente il diritto di recesso, che appare intuitivamente incompatibile con l’articolazione del tipo s.r.l. in modelli connessi a parametri per loro natura variabili nel tempo, idonei a segnalare diverse fasi del ciclo di vita dell’impresa (s.r.l. start-up), la dimensione dell’attività sociale (s.r.l. PMI), o le caratteristiche dell’oggetto sociale (s.r.l. innovative). Sul punto, tra i tanti, vedi in particolare, M. NOTARI, *Analisi de iure condendo delle varianti organizzative delle s.r.l.(start up innovative, PMI innovative e PMI): problemi aperti e prospettive evolutive*, in *Osservatorio diritto civile e commerciale*, 2-2019, p. 241 ss., il quale giunge ad escludere che al riguardo possa discorrersi di *sub-tipi* come nell’articolazione della fattispecie s.p.a., ma bensì di mere “qualifiche soggettive”, per il fatto che l’applicazione delle diverse discipline dipende appunto da caratteristiche dell’attività di impresa e non da elementi attinenti al modello organizzativo.

Sul fatto che debba escludersi una qualche autonomia “tipologica” anche alle c.d. s.r.l. “aperte” che abbiano in concreto offerto quote sul mercato tramite *crowdfunding*, v. per una convincente dimostrazione M. CIAN, *Dalla s.r.l. a base personalistica alle quote “finanziarie” e alla destinazione ai mercati: tante s.r.l. ?* in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico*, *op. cit.*, p. 31 ss.

anche entro diversi limiti.

### 1.3 Tipo ed interpretazione: modelli socio-economici e tipologie della realtà.

In chiusura di questa breve digressione sistematica dedicata in generale all'affievolimento dell'identità tipologica (e quindi dei confini tra le diverse fattispecie) tra i tipi societari capitalistici in corrispondenza della moltiplicazione dei modelli di disciplina occorre svolgere qualche ulteriore riflessione sugli ulteriori significati tradizionalmente assegnati al "tipo" in relazione alle osservazioni finora svolte.

Come è noto, da anni si è discusso in ordine alla effettiva valenza nell'interpretazione del materiale normativo che il c.d. *metodo tipologico* (la c.d. *Typuslehre*) può rivestire in materia societaria. In virtù di tale metodo bisognerebbe distinguere la categoria logica del «concetto», che identifica una determinata fattispecie individuata in base alla sommatoria di alcuni elementi caratteristici ed essenziali e quella del «tipo», che rappresenta «il modello socio-economico» paradigmatico della fattispecie precostituita dalla legge (la grande impresa "anonima" con un'ampia compagine sociale o comunque con capitale attinto dal pubblico risparmio per la s.p.a. e la piccola e media impresa ristretta partecipata da "soci imprenditori" nella s.r.l.)<sup>(44)</sup>.

Se per un verso si è in maniera sostanzialmente unanime escluso che il tipo nel senso di modello socio-economico possa fungere da limite extratestuale all'autonomia privata, attesa la natura *suppletiva* delle norme che concorrono a definirne la fisionomia<sup>(45)</sup>, da un altro versante si è invece sostenuto che ad esso debba ispirarsi l'interpretazione delle disposizioni del materiale normativo di un dato tipo, attribuendo così, tra i diversi significati che una disposizione può assumere, quello più coerente con il modello socio-economico che il legislatore aveva in mente nel momento in cui ha modellato un dato regime<sup>(46)</sup>. Nella stessa

---

<sup>(44)</sup> Sulla distinzione tra *Gesellschaftsform* e *Gesellschaftstypus* coniata nella dottrina tedesca, atta a distinguere, rispettivamente, il concetto generale astratto scaturente dalle norme positive, e il modello socio economico prefigurato dal legislatore, che si può cogliere con un procedimento d'intuizione sulla base della ricognizione di sintesi di quelle caratteristiche che, pur potendo anche mancare in singoli membri del gruppo, permetta di cogliere il gruppo nella sua essenza paradigmatica, v. i riferimenti della dottrina riportati nella rassegna di M. LIBERTINI – (P. ABBADESSA), *Rassegna di dottrina italiana e straniera* (1968), in *Riv. soc.* 1971, p. 1019 ss. Per l'applicazione del metodo tipologico nel diritto civile e in specie dei contratti, è naturale il rimando a G. DE NOVA, *Il tipo contrattuale*, Padova, 1974, *spec.* p. 121 ss.

<sup>(45)</sup> V. per tutti, M. SCIUTO – P. SPADA, *Il tipo della società per azioni*, *op. cit.*, p.83.

<sup>(46)</sup> Cfr. soprattutto per le s.r.l. G. ZANARONE, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, VIII, Padova, 1985, p. 119 ss. e per le s.p.a. G.L. PELLIZZI, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, I, p.111 ss.

direzione, le lacune della disciplina prevista per un dato tipo andrebbero colmate, in prima battuta, con l'applicazione di norme tratte dalla stessa disciplina che condividano l'*eadem ratio*, mediante quindi un'autointegrazione del modello stesso, e solo nei casi residuali in cui ciò non sia possibile, laddove una lacuna effettivamente sussista, tramite l'eterointegrazione di norme tratte, pur sempre analogicamente, dalla disciplina di altri tipi <sup>(47)</sup>. Senonché, preso atto dell'inadeguatezza del modello socio-economico *ideale* o *prevalente* della s.p.a. a riflettere le possibili configurazioni in fatto assunte dall'organizzazione <sup>(48)</sup>, è emerso da tempo, in posizione critica rispetto agli sviluppi iniziali della c.d. *typgerechte Auslegung* (interpretazione secondo il tipo ideale nel senso socio-economico del termine), un orientamento volto a differenziare l'interpretazione del dato positivo in ragione del "tipo reale" di appartenenza – purché si tratti di tipi reali coerenti con il dato positivo, pena un giusliberismo che sconfinerebbe nel mero arbitrio dell'interprete – così come strutturato in concreto in base alle opzioni statutarie dei soci o, comunque, anche a seconda della conformazione fattuale

---

<sup>(47)</sup> V. ancora G. ZANARONE, *Il ruolo del tipo*, op. cit., p. 88 ss. e ID, *Introduzione alla nuova società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2003, p.82 ss.

<sup>(48)</sup> Sul polimorfico utilizzo del modulo della società per azioni nella realtà, sull'uso dello stesso non limitato alla grande impresa, sull' inadeguatezza del modello ideale della grande impresa a riflettere la varietà tipologica della s.p.a., v., fra i tanti, T. ASCARELLI, *Considerazioni in tema di società e personalità giuridica*, in *Saggi di diritto commerciale*, 1955, Milano, p. 129 ss., p. 129 ss., p. 211 ss.; ID., *Tipologia della società per azioni e disciplina giuridica*, in *Riv. soc.* 1959, p. 995 ss.; G.B. PORTALE, *I conferimenti in natura atipici nella s.p.a.*, Milano, 1974, p. 29 ss.; P. ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nella società per azioni. Profili organizzativi*, Milano, 1975; p. 49 ss.; F. GALGANO, *Le istituzioni dell'economia capitalistica. Società per azioni, Stato e classi sociali.*<sup>2</sup> Bologna, 1980, p. 86; A. MIGNOLI, *La società per azioni oggi. Problemi e conflitti*, in *Riv. soc.*, 1990, p. 1 ss., p.13 s.; G. COTTINO-G. MINERVINI, *La società per azioni a cent'anni dal codice di commercio*, in *!882-1982. Cento anni dal codice di commercio*, Milano, *Atti del convegno internazionale di studi di Taormina* del novembre 1982, Milano, 1984, p., p.107 ss., p. 120; P. SPADA, *Dalla nozione al tipo*, op. cit., p. 95 ss.; V. MELI, *La clausola di prelazione negli statuti della società per azioni*, Napoli,1991, p. 87 ss.; A. ROJO, *La sociedad anònima como problema*, in *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, a cura di Abbadessa e Rojo, Milano, 1993, 1 ss.; G. MARASÀ, *Modifiche del contratto sociale e modifiche dell'atto costitutivo*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 1993, t.VI, Torino, p. 69 ss., per il quale il modello ideale della s.p.a. delineato dal legislatore è quello della media s.p.a.; più di recente v. G.C. RIVOLTA, *La società per azioni e l'esercizio di piccole e medie imprese*, in *Riv. soc.* 2009, p. 629 ss., ID, *Autonomia privata e strumenti per l'esercizio delle imprese minori*, in *Riv. soc.*, 2010, p. 1274 ss., secondo cui il modello della s.p.a. presenterebbe per alcuni profili minori vincoli per l'autonomia statutaria rispetto alla s.r.l., sì da risultare per certi versi preferibile per l'esercizio della piccola impresa.

dell'organizzazione, piuttosto che ad uniformare l'interpretazione sempre e comunque in base al modello socio-economico presupposto dal legislatore <sup>(49)</sup>).

Per le s.r.l. PMI, a seguito della stagione riformatrice degli ultimi anni, sembra giustificato, sul piano metodologico, riconoscere ampi spazi a quest'ultimo indirizzo interpretativo, in corrispondenza del dilatarsi (o se si preferisce dello sbiadirsi) dei contorni della relativa fattispecie e della perdita di una ben precisa fisionomia di questa, la cui definizione potrà essere rimessa in concreto, ed entro margini di libertà sempre più ampi, alle opzioni statutarie dei soci idonee a configurare plurime combinazioni di assetti "capitalistici" e "personalistici" e, quindi, in definitiva, a moltiplicare i diversi "tipi reali" disponibili all'autonomia, rispetto ai quali dovrà essere coerente l'interpretazione delle lacune normative.

Diversamente nella s.p.a., se l'indirizzo interpretativo dei "tipi reali" catturava molteplici consensi in dottrina, allorché si constatava l'inidoneità della previgente disciplina a riflettere le diverse possibili attuazioni concrete della fattispecie società per azioni, a seguito della specializzazione dei diversi modelli di disciplina, operata in primis dal Testo Unico della Finanza e poi dalla riforma del 2003, che hanno allo stesso tempo arricchito e precisato sul piano normativo le diverse possibili configurazioni "reali" della società per azioni (e si è parlato al proposito proprio di una sorta di "codificazione" del metodo tipologico), alcuni autori, più di recente, sono propensi a riconoscere che, al di fuori dell'articolazione nei distinti statuti normativi, la disciplina della s.p.a. debba rimanere unitaria e non possa essere ulteriormente differenziata in via interpretativa a seconda dell'appartenenza a uno dei sub-tipi previsti dal

---

<sup>(49)</sup> V. tra i tanti, B. LIBONATI, *Clausola di gradimento e appello al risparmio diffuso*, in *Riv. dir. comm.*, 1983, I, p. 225 ss.; P. SPADA, *Dalla nozione al tipo*, cit., p. 129; M. SCIUTO – P. SPADA, *Il tipo della società per azioni*, cit., p. 88 ss., A. CERRAI – A. MAZZONI, *La tutela del socio e delle minoranze*, in *Riv. soc.*, 1993, p. 28 ss., N. DE LUCA, *Partecipazione azionaria e tipicità delle società di capitali*, op.cit., p.78 ss., nella dottrina tedesca v., *ex multis*, M. LUTTER, *Theorie der Mitgliedschaft – Prolegomena zu einem Allgemeinen Teil des Korporations-rechts*, in *AcP*, 1980, p. 84 ss., spec.107; H. WIEDEMANN, *Gesellschaftsrecht*, I, Munchen, 1980, p. 108 ss. e R. FRIEDEWALD, *Die personalistische Aktiengesellschaft*, Bonn, 1991, p. 125 ss., ove ampia ricognizione del dibattito. Vedi invece in posizione critica, sulla base dell'argomento per cui l'interpretazione del dato normativo dovrebbe rappresentare un momento logico antecedente alla sua applicazione alla fattispecie concreta, P. ABBADESSA, *Rapporto di dominio e autonomia privata nel diritto societario italiano*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, I, p. 555; ulteriori osservazioni critiche sono offerte da P. SANFILIPPO, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, Torino, 2000, p.68, sulla base del fatto che per ogni norma andrebbe ricercata «una soluzione normativa compatibile rispetto all'intera serie di tipi» e di doversi «interpretare la disciplina in senso funzionale all'intera area tipologica della società».

legislatore <sup>(50)</sup>.

In questo senso, ricollegandoci al discorso sull'affievolimento dei tratti delle “fattispecie” dei tipi capitalistici, occorre prendere atto che, se è vero che i confini tra s.p.a. ed s.r.l. sono certamente sbiaditi a seguito delle ultime riforme, la dottrina assolutamente maggioritaria ha comunque sempre tenuti ben saldi i connotati ontologici caratterizzanti la partecipazione azionaria, componenti un nucleo comune e indefettibile in tutti i possibili *sub*-tipi.

Parrebbe, dunque, che la crisi dell'identità tipologica nelle società di capitali sia un fenomeno che si osserva soprattutto dall'angolo visuale della s.r.l., laddove invece, la fattispecie s.p.a., sia pur ormai composta da caratteri di per sé non più del tutto esclusivi in seno alla cornice tipologica delle società di capitali, rimarrebbe sempre legata ad una ben precisa fisionomia, imperniata su una dimensione partecipativa spersonalizzata – frutto del rilievo tipologico della tecnica azionaria di rappresentazione della partecipazione – e sulla conseguente natura eccezionale dei frammenti di disciplina ove emergano profili personalistici, oltre i quali l'autonomia statutaria non potrebbe avventurarsi.

Nel proseguo verranno esaminati più da vicino i tradizionali significati assegnati in letteratura alla tecnica azionaria e i conseguenti limiti all'autonomia statutaria che da essa sono stati individuati, per poi mettere in luce alcune problematiche interpretative alimentate da recenti interventi di riforma che sembrano sbiadire il ruolo tipologico indefettibile dell'azione <sup>(51)</sup> nella diversificazione dei diritti degli azionisti e segnalare, quindi, un certo affievolimento anche della fattispecie s.p.a. dal punto di vista della sua pretesa assoluta “spersonalizzazione”.

In questa direzione il metodo interpretativo dei “tipi reali” potrebbe ancora risultare d'ausilio nell'interpretazione del materiale normativo della s.p.a. Il corollario che ne consegue, anzitutto, è che si possano forse immaginare selezioni normative “tipologicamente orientate” ulteriori rispetto a quelle previste dai modelli attualmente positivizzati, attesa anche la non perfetta coincidenza – sul piano della “tipologia della realtà” – della bipartizione tra il binomio s.p.a. “chiuse” - “s.p.a. aperte” con quello normativo tra società che ricorrono o non ricorrono

---

<sup>(50)</sup> V. in tal senso E. GINEVRA, *La società per azioni*, in, *Diritto commerciale*, III, a cura di M.Cian, *op.cit.*, p. 187.

<sup>(51)</sup> Parla di «de-tipizzazione» dell'azione in riferimento all'entrata in vigore della disciplina del voto plurimo e maggiorato, P. MONTALENTI, *Il diritto societario dai “tipi” ai “modelli”*, *op.cit.*, p.20.

al mercato del capitale di rischio <sup>(52)</sup>.

Inoltre, e con più specifico riguardo al tema di questa ricerca, l'idea che la ricostruzione sistematica dei limiti all'autonomia privata nei diversi modelli della s.p.a. debba tener conto entro un certo grado della configurazione "reale" degli assetti partecipativi che le società in concreto assumono e degli interessi sostanziali sottesi offrirà argomenti favorevoli ad un'interpretazione - qui sostenuta - "diversificata", a seconda del modello di s.p.a. considerato, della natura degli istituti che consentono la "personalizzazione" dei diritti degli azionisti espressamente previsti nel T.u.f.

Questi, come si proverà a dimostrare, dovranno infatti considerarsi regole eccezionali nel contesto normativo delle società per azioni quotate, a differenza delle non quotate, ove, in coerenza con il profilo sistematico che le caratterizza, si potrebbero riconoscere all'autonomia statutaria spazi di "personalizzazione" della partecipazione azionaria più ampi, anche al di fuori delle ipotesi tipiche, e sulla base di interessi (purché meritevoli di tutela) ulteriori e più variegati (a quello tipicamente previsto nel t.u.f. di incentivazione dell'investimento azionario di lungo periodo).

## *2.1 Il perimetro tipologico della partecipazione azionaria nell'impostazione tradizionale in dottrina.*

*Le categorie di azioni quale tecnica esclusiva di differenziazione della posizione degli azionisti.*

Il sintagma «azione», - come ampiamente noto - è poliedrico e deve essere ricostruito nella sua complessità a seconda dei diversi contesti di disciplina racchiusi nell'intera sezione V del capo V. In generale, con grande approssimazione, è possibile attribuire all' "azione" due principali significati:

- a) l'azione, quale particolare formula concettuale, attesta e misura, nel suo essere unità minima di partizione del capitale sociale, la partecipazione del socio; l'azione, dunque, racchiude le diverse situazioni giuridiche soggettive in cui la partecipazione si sostanzia e, dunque, il "peso" di questa dipende dal numero e dal tipo di azioni che ad ogni socio sono assegnate;
- b) l'azione è una modalità di documentazione della partecipazione - che può attuarsi mediante

---

<sup>(52)</sup> Si pongono l'interrogativo P. ABBADESSA - E. GINEVRA, *sub art. 2325-bis in Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, *cit.*, p.19 s. La non perfetta coincidenza si avverte in particolare con riguardo alle società emittenti azioni negoziate nei mercati MTF (*Multilateral Trade Facilities*) atteso che, tra queste, non tutte soddisfano i requisiti per essere qualificate come società con titoli diffusi ai sensi del 2325 *bis* cod. civ.

l'emissione di un titolo materialmente o digitalmente tangibile o altre diverse tecniche di legittimazione e circolazione<sup>(53)</sup> – funzionale a consentire, con l'accertamento di chi ne ha il possesso qualificato nelle diverse forme prescritte dall'art. 2355 cod.civ., la legittimazione all'esercizio dei diritti partecipativi in essa incorporati<sup>(54)</sup>.

---

<sup>(53)</sup> Sul problema dell'interpretazione dell'inciso di cui all'art. 2346 cod.civ. per cui lo statuto può prevedere «diverse tecniche di legittimazione e circolazione» la dottrina si divide tra chi ritiene che la norma operi un mero richiamo all'art. 2354, *ult. comma* c.c., riferendosi così alla facoltà per le società che non ricorrono al mercato del capitale di rischio di optare per l'adozione del tipico sistema di gestione accentrata (v. M.CIAN - C. SANDEI, *La partecipazione azionaria. La fattispecie*, in *Trattato diritto privato*, diretto da P. Rescigno, t. V, Utet, 2012, p. 129 s. e A. STAGNO D'ALCONTRES, *sub art. 2346*, in *Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. S. d'Alcontres, I, Napoli, 2004, p. 254) e chi invece propende per l'ammissibilità di tecniche di rappresentazione delle azioni atipiche rispetto a quelle previste dalla legge (v. M. NOTARI, *sub 2346*, 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, p.9 e M. LIBERTINI – A. MIRONE – P.SANFILIPPO., *sub art. 2346*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, t.1, II, Padova, 2010, p.213).

<sup>(54)</sup> Secondo la disciplina prevista dagli art. 83 *bis* ss. t.u.f., per i titoli azionari negoziati o destinati alla negoziazione in mercati regolamentati (o anche in sistemi multilaterali di negoziazione e comunque emessi da società con azioni diffuse tra il pubblico sulla base dei criteri stabiliti dalla Consob), come è noto, la creazione e circolazione -mediante transfert o girata autenticata- dei documenti cartacei azionari è imperativamente sostituita dal regime di c.d. dematerializzazione totale, in cui il trasferimento delle azioni opera mediante scritturazione su appositi conti, volti a registrare le movimentazioni degli strumenti finanziari, sia presso la società di gestione accentrata (Monte Titoli s.p.a.), sia presso gli intermediari autorizzati alla negoziazione in mercati regolamentati. A mente dell'art. 2354, VII, c.c., la scritturazione sul conto tenuto dall'intermediario e accesso per ogni socio equivale, in punto di legittimazione all'esercizio dei diritti sociali, alla girata. Per le società che non ricorrono al mercato, in caso di espressa opzione dello statuto, la società può accedere al regime di dematerializzazione totale o anche c.d. parziale; in quest'ultimo caso l'unica differenza rispetto al primo è che i titoli vengono fisicamente emessi e depositati presso il gestore "accentrato" a scelta del singolo azionista.

Tanto per le partecipazioni incorporate in titoli cartacei, quanto per quelle ammesse nei sistemi di gestione accentrata, sembra corretto predicare la loro appartenenza al *genus* dei titoli di credito; sul punto se è pacifica la replica da parte della disciplina dei titoli azionari cartolari o dematerializzati del principio di autonomia in sede di circolazione (art. 1994 c.c.) e della funzione di legittimazione del possesso qualificato del titolo (art.1992, I c.c.), controverso è invece l'ambito di applicazione degli art. 1992, II c.c. e 1993 c.c., in considerazione delle peculiarità della fattispecie azionaria. Sui termini del vastissimo dibattito, si rimanda per i necessari riferimenti a F. MARTORANO, *Titoli di credito. Titoli non dematerializzati*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* diretto da Cicu e Messineo, Milano, 2002, p.439 ss., G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, VIII ed., a cura di M. Campobasso, Torino, p.224 ss., N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, Torino, 2007, p.11 ss., E. GINEVRA, *La partecipazione fiduciaria in s.p.a.*, Torino, 2012, p.175 ss., e con specifico riguardo al tema della continuità della disciplina dei titoli azionari dematerializzati rispetto a quella cartolare, sia pur in presenza di fisiologici disallineamenti legati alla diversa ambientazione tecnica, v. M.CIAN, *Strumenti finanziari dematerializzati, diritto cartolare e diritto societario*, in *Banca, borsa, tit. di cred.*, 2005, I, p. 25 ss. Per la tesi (minoritaria) che nega la riconducibilità dei titoli azionari alla fattispecie dei titoli di credito si v. in particolare G. GUIZZI, *Il titolo azionario come strumento di legittimazione*, Milano, 2000, spec. p. 86 ss.

Senonché, la modalità di documentazione della partecipazione non assume rilievo tipologico nella definizione della fattispecie azionaria, per il semplice fatto che, oggi, così come in passato <sup>(55)</sup> l'autonomia statutaria, anche al di fuori del momento costitutivo e pure in modo differenziato per diverse categorie di azioni <sup>(56)</sup>, è libera di escludere l'emissione dei titoli azionari, assoggettando così la circolazione delle azioni alle regole di diritto comune e subordinando l'efficacia del trasferimento delle azioni nei confronti della società all'iscrizione nel libro soci (art. 2355, comma primo, cod.civ.).

La definizione del perimetro tipologico della fattispecie azionaria è stata, allora, tradizionalmente ricondotta alle caratteristiche dell'azione individuate nel punto *sub a*), che concorrono nell'illuminare gli essenziali principi della "spersonalizzazione" della partecipazione rispetto al socio che ne è titolare e della "standardizzazione" rispetto a tutte le altre partecipazioni di una medesima categoria azionaria <sup>(57)</sup>.

Dall'impostazione interpretativa secondo cui il termine azione, nel senso di partecipazione-tipo, si identifica in senso proprio nel suo essere un «misuratore affatto specifico a determinati tipi sociali, conseguente alla suddivisione statutaria del capitale sociale in un numero predeterminato di unità del tutto identiche nella loro valenza di parti di un tutto e ciascuna delle quali racchiude, ridotto a termini minimali e, perciò, non ulteriormente frazionabile, quel complesso di posizioni attive e passive in cui si articola la partecipazione sociale» <sup>(58)</sup> deriva infatti la conseguenza che la rilevanza di ciascun singolo investitore nell'assetto partecipativo si caratterizza in termini essenzialmente monetari, in relazione cioè all'entità dell'investimento

---

<sup>(55)</sup> Come è noto, la possibilità di non optare per l'emissione dei titoli azionari era già prevista ai sensi dell'art. 8 R.D.L. 7 giugno 1923, n. 1364 e, dopo l'emanazione del Codice Civile, ai sensi dell'art. 5 R.D. 29 marzo 1942, n. 239.

<sup>(56)</sup> In senso favorevole all'adozione di regimi di circolazione misti differenziati per categorie di azioni si vedano per tutti M. NOTARI, *sub 2346*, in *Azioni*, a cura di Notari, *Commentario alla riforma delle società*, a cura di Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari, Milano, 2008, p.8 ss. e I. KUTUFÀ, *Azioni non emesse ed autonomia nella circolazione*, Torino, 2013, p.46 ss. A favore dell'esclusione dell'amissione del titolo solo per alcune azioni, anche a scelta del singolo socio v. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO *Massima* n.71 del 2 Novembre 2005, *Mancata emissione dei certificati azionari*; *contra*, COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Massima* H.I., 21, *Limiti di validità della clausola statutaria che esclude l'emissione delle azioni o prevede l'utilizzazione di diverse tecniche di circolazione e di legittimazione* - 1° pubbl. 9/06)

<sup>(57)</sup> Sul punto la bibliografia è sconfinata, basti qui il rinvio, *ex multis* a F. D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, ed. provv., Milano, 1968, p. 115 ss., C. ANGELICI, *Le disposizioni generali sulla società per azioni*, in *Trattato di diritto privato, op. cit.*, p.115 ss., G. FERRI, *Le società*, in *Tratt. di dir. civ.* fondato da F. Vassalli, *op. cit.*, p. 463 ss., M. NOTARI, *sub art. 2346, op. cit.*, p. 5 ss.

<sup>(58)</sup> Si è riportata nel testo la ormai celebre definizione di M. BIONE, *Le azioni*, in *Azioni – Gruppi, Trattato della società per azioni*, 2\*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 1991, p.5.



effettuato rispetto alla dotazione di capitale di rischio complessiva della società, anziché in base alle qualità personali, o se si preferisce, alla considerazione negoziale degli stessi (che può invece rilevare indirettamente nell'assegnazione non proporzionale delle azioni rispetto al *quantum* del conferimento effettuato 2346, V c.c.) <sup>(59)</sup>

La scomposizione del rapporto in unità partecipative minime genera così l'effetto di uno scarto tra necessaria plurilateralità del rapporto sociale (le parti del rapporto devono necessariamente corrispondere al numero delle azioni proprio in quanto esso è strutturalmente diviso in una necessaria pluralità di partecipazioni "oggettivate" nel loro essere tutte di eguale valore) e solo eventuale pluripersonalità della compagine dei soci (poiché le parti del rapporto sociale possono appartenere fin dalla costituzione o per effetto delle successive vicende circolatorie a un singolo socio) <sup>(60)</sup>.

L'azione, inoltre, anche quando non è assoggettata al regime cartolare o di dematerializzazione funzionale ad agevolarne la circolazione, e anche a prescindere dalla sua funzione di unità di misura della partecipazione, rimane sempre e comunque una particolare tecnica di conformazione della partecipazione che si caratterizza, in coerenza con la logica cartolare che ne ha ispirato la genesi, quale termine o centro di imputazione esclusivo, oggettivo ed impersonale dei diritti sociali, sicché essa dovrebbe assumersi sempre quale *prius* logico giuridico rispetto alle persone dei soci, o "diaframma" che si interpone tra socio e partecipazione alla società<sup>(61)</sup>.

Conseguenza del descritto peculiare meccanismo di imputazione dei diritti sociali è appunto il carattere *spersonalizzato* della partecipazione azionaria, coerente con la naturale vocazione delle azioni alla circolazione. Sin dagli albori delle società anonime, l'azione è stata infatti concepita come lo strumento giuridico più efficiente per l'esercizio e il finanziamento dell'impresa medio-grande, consentendo la raccolta dei capitali necessari presso una schiera indeterminata di potenziali investitori e favorendo il rapido smobilizzo delle partecipazioni, al fine della creazione di un mercato secondario delle partecipazioni; si è imposta, dunque, una

---

<sup>(59)</sup> In questi termini v. E. GINEVRA, in *Diritto commerciale*, a cura di M. Cian, *op.cit.*, p.261.

<sup>(60)</sup> L'efficace suggestione, come è noto, è di P. SPADA, ripresa da ultimo in *Dalla nozione al tipo della società per azioni trent'anni dopo*, in *Prospettive e limiti all'autonomia privata. Studi in onore di Giorgio De Nova*, a cura di G. Gitti, F. Delfini e D. Maffei, vol. III., Milano, 2015, p.2843.

<sup>(61)</sup> Cfr. da ultimo G.P. LA SALA, *sub* 2346, co.1,2,3, in *Le società per azioni, Commentario*, (a cura di) P. Abbadessa e G.B. Portale, Milano, Giuffrè, 2016, p.463.

relazione biunivoca tra l'ontologica attitudine dell'azione alla circolazione e l'indifferenza dell'assetto partecipativo e organizzativo al mutamento e alle qualità delle persone dei soci <sup>(62)</sup>.

Per soddisfare la predetta essenziale vocazione delle azioni alla circolazione e alla formazione di un efficiente mercato secondario delle partecipazioni la nozione di azione si incardina, inoltre, sull'altro menzionato connotato fondamentale: la standardizzazione della partecipazione. La standardizzazione è caratteristica che si lega alla *fungibilità* dei titoli azionari nella circolazione, osservabile tanto secondo una prospettiva *oggettiva*, quanto *sogettiva*.

Nel primo senso si intende dire che l'oggetto delle negoziazioni di un mercato efficiente deve essere sempre il medesimo bene, le azioni, da intendersi quindi in questa accezione come complesso unitario di situazioni giuridiche soggettive in cui si articola la partecipazione sociale, che ne favorisce quel processo di "reificazione" in beni facilmente circolanti funzionale alla propulsione del mercato delle partecipazioni. Nel secondo senso significa che, dal bene oggetto della negoziazione di mercato, la massa degli investitori deve pur sempre poter trarre la medesima utilità affinché si formi un corretto valore di mercato del bene scambiato; è quindi necessario che, alla fungibilità oggettiva delle azioni si associ la piena fungibilità soggettiva dei potenziali nuovi azionisti, che sarebbe appunto pregiudicata allorché dalla titolarità delle azioni consegua un valore diverso per gli azionisti in virtù delle caratteristiche soggettive di questi e non del dato oggettivo del numero e del tipo di azioni possedute <sup>(63)</sup>.

La regola della conformazione standardizzata del contenuto delle azioni è ovviamente regola relativa, stante la possibilità di emissione di differenti categorie di azioni con le quali è possibile segmentare il capitale sociale in gruppi omogenei e distinti di azioni connotati da contenuti "partecipativi" differenziati. Tuttavia, la dimensione "oggettiva" che connota ontologicamente la partecipazione azionaria, strettamente legata alla coesistente destinazione delle azioni alla promozione del mercato secondario delle partecipazioni, impone, secondo la

---

<sup>(62)</sup> Sul punto si rinvia, *ex multis*, a FERRI G. JR., *Investimento e conferimento*, Milano, 2001, spec. p.188 ss., C. ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, Trattato delle società per azioni, diretto da Colombo e Portale, 2\*, Utet, Torino, 1991, p.102 ss.; ID, *La società per azioni*, I, *Principi e problemi*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.*, già diretto da A. Cicu, F. Messineo, L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger, Milano, 2015, spec. p.17 s. e 31 ss.; SPADA, *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, op. cit. p.95 ss., ID, *Diritto commerciale. I. Parte generale*, Padova, 2004, p.100 ss.; B. LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Giuffrè, Milano, 1999, p.110 ss., P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma; I: la società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I., p.690 s.

<sup>(63)</sup> In questi termini v. da ultimo, G. LA SALA, *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella s.p.a.*, Torino, 2011, p.186, e vedi anche, più in generale, sul significato della fungibilità dei titoli azionari, in particolare C. ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, op.cit., spec. p. 103 s.

dottrina maggioritaria che, quand'anche siano emesse diverse categorie di azioni, in virtù della loro caratteristica di titoli di massa e standardizzati, la suddetta emissione debba essere sempre seriale, così allora negandosi la compatibilità con il tipo azionario di una “*monocategoria*” azionaria <sup>(64)</sup>.

La peculiare caratteristica per cui ciascuna azione quale unità minima di apporto al capitale nominale racchiude in sé l'intera gamma di situazioni giuridiche, attive e passive, in cui la partecipazione sociale si articola, per garantire la piena efficienza del mercato secondario degli investimenti azionari, è positivamente confermata dal principio dell'indivisibilità (in senso orizzontale) dell'azione di cui all'art. 2347 cod.civ.

Il principio, peraltro, è da intendersi in senso relativo, poiché se al socio è certamente preclusa la possibilità di segmentare ulteriormente (ed unilateralmente) l'unità di investimento minima al capitale di rischio stabilita dall'atto costitutivo, ciò non significa anche che la medesima possibilità sia preclusa all'assemblea straordinaria che, mediante un'apposita modifica di delibera dello statuto può, senza incidere sull'ammontare del capitale sociale, determinare l'aumento del numero di azioni in circolazione, mediante il frazionamento di quelle

---

<sup>(64)</sup> L'orientamento assolutamente maggioritario nella letteratura italiana si pronuncia in favore del divieto di emissione di una categoria composta da un'unica azione. Alcuni traggono argomento a favore dalla lettera dell'art. 2348, comma terzo, laddove viene sancito che “*tutte le azioni di una categoria attribuiscono uguali diritti*”, cfr. NOTARI, *sub* 2348, in *Azioni, Commentario alla riforma delle società*, a cura di Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari, Milano, 2008, p.158; altri, pur ritenendo l'argomento letterale non decisivo, escludono l'ammissibilità di una “categoria monoazionaria” in ragione del fatto che sarebbero i “connotati tipologici del modello azionario e la coesenziale destinazione al mercato delle relative partecipazioni ad imporre la serialità di queste ultime, nel loro insieme e per ciascuna delle categorie che eventualmente vengono coniate”, così M.CIAN- C.SANDEI, *La partecipazione azionaria. La fattispecie, op. cit.*, p.123 s, ove anche richiami alla dottrina tedesca, in prevalenza favorevole alla possibilità di emettere monocategorie azionarie. Oltre agli autori citati v. in senso negativo già in senso contrario, B. VISENTINI, *voce Azioni, op. cit.*, p.990; P. SPADA, *Dalla nozione al tipo, op. cit.*, p. 113 ss.; C. ANGELICI, *Le azioni, op. cit.*, p. 66; M. BIONE, *Le azioni, op. cit.*, p. 45; P. GROSSO, *Categorie di azioni e assemblee speciali*, Milano, 1999, p. 40; F. PICONE, *Diritti diversi e categorie di azioni, in Riv. dir. comm.*, 2003, I, p. 787 ss. In posizione minoritaria a favore della legittimità di categorie composte da un'unica azione si vedano A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, p.72, nt.26 il quale richiama l'orientamento favorevole nella dottrina tedesca; C. COSTA, *Le assemblee speciali*, in *Trattato della società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 3\*\*, Torino, 1993, p.523, nt.83; N. DE LUCA, *Partecipazione azionaria, op. cit.*, p. 876 ss.; da ultimo N. DE LUCA- A. STAGNO D' ALCONTRES, *Manuale delle società*, Torino, 2020, p. 188 s. Nell'ordinamento tedesco il § 1, Abs.2, AktG dispone che «[d]ie Aktiengesellschaft hat ein in Aktien zerlegtes Grundkapital», ma non di rado si evidenzia come la regola della Zerlegung del capitale non abbia carattere indefettibile; per tutti, M. LUTTER, § 1, in *Aktiengesetz. Kommentar*<sup>2</sup>, a cura di Schmidt e Lutter, I, Köln, 2010.

già precedentemente emesse, o la loro diminuzione, tramite il loro raggruppamento<sup>(65)</sup>. Inoltre, nelle società che abbiano emesso azioni senza indicazione del valore nominale, il valore dell'unità di investimento minima può essere comunque alterato in diminuzione *durante societate* per decisione della maggioranza, qualora si propenda per l'ammissibilità di un aumento di capitale con emissione di azioni ad un prezzo inferiore alla c.d. parità contabile implicita<sup>(66)</sup>.

Dal principio di indivisibilità dell'azione in senso "orizzontale" la dottrina è solita desumere anche, pur se non positivamente previsto da alcuna norma, il c.d. di principio di inscindibilità (o indivisibilità in senso "verticale"), da intendersi come divieto di scomposizione del complesso di situazioni giuridiche soggettive in cui si compendia l'azione tramite una loro attribuzione "separata" a diversi soggetti (al di fuori delle ipotesi tipiche di costituzione di vincoli reali a mente dell'art. 2352 c.c. e, a ben vedere, anche di quelle rinvenibili nella disciplina delle società quotate in cui è prevista in base all'art. 127-*bis* t.u.f. una dissociazione tra il diritto di voto e il diritto di recesso e di impugnazione delle delibere assembleari nel caso del socio che abbia acquistato le azioni dopo il *dies a quo* della "record date", di cui all' art.83 *sexies* t.u.f.)<sup>(67)</sup>. Questo almeno allorché si discorra di diritti "incorporati" nell'azione (come

---

<sup>(65)</sup> Secondo un primo interpretativo il frazionamento e il raggruppamento sarebbero da ritenersi operazioni sempre legittime mediante le maggioranze prescritte dalla legge sul presupposto della prevalenza dell'interesse della società al compimento dell'operazione su quello dei singoli soci a non vedere pregiudicata la propria posizione. Il pregiudizio per i singoli soci può infatti verificarsi allorché il coefficiente di frazionamento o raggruppamento non permetta a questi di ottenere anche una sola nuova azione in cambio di quelle possedute, determinando così la potenziale perdita dello *status* di socio, o, comunque, qualora non consenta ad ogni socio la piena conversione delle azioni possedute. In questa direzione si vedano B. VISENTINI, *Sul frazionamento e sul raggruppamento delle azioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1960, I, 14 ss., F. TEDESCHI, *Raggruppamento delle azioni e conservazione della qualità di socio*, in *Giur. comm.*, 1979, I, 692 ss., N. ROBIGLIO, *Sul raggruppamento delle azioni*, in *Riv. soc.*, 1987, p. 807 ss. Il convincimento maggioritario in dottrina, tuttavia, si è evoluto in favore di un approccio basato su valutazioni casistiche e non aprioristiche, reputando legittime tali operazioni quando si inseriscono in una legittima più ampia operazione (come una fusione o un aumento di capitale) che abbia come conseguenza fisiologica la formazione di resti, e invece invalide, quando esse siano deliberatamente preordinate a pregiudicare la posizione degli azionisti di minoranza, configurando così un abuso della maggioranza ai danni della minoranza; in tal senso, pur nella varietà delle sfumature, si v. M. BIONE, *Le azioni*, *op. cit.*, p. 17 ss., C. ANGELICI, *Le azioni*, in *Il codice civile. Commentario* diretto da P. Schlesinger, Milano, 1992, p. 21 ss., M. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, *op. cit.*, p.203 e M. STELLA RICHTER JR., «Collegamento» e «raggruppamento» delle azioni di società, in *Riv. dir. comm.*, 1991, I, p.401 ss.

<sup>(66)</sup> Per l'ammissibilità di una simile operazione v. gli autori citati infra nt. 72.

<sup>(67)</sup> Il fondamento della *ratio* del principio di inscindibilità della partecipazione azionaria è individuata comunemente nel principio di indivisibilità in senso orizzontale, nel senso che, se l'azione rappresenta quell'unità

ad esempio il diritto di voto) <sup>(68)</sup> e non già, invero, di diritti da essa ormai “distaccati” e, quindi, configurabili come diritti di credito vantabili dal socio nei confronti della società alla stregua di un qualunque terzo, quali, ad esempio, il diritto agli utili deliberati, il diritto di opzione *post* offerta degli amministratori, il diritto al rimborso a seguito di riduzione reale del capitale sociale.

Consustanziale al principio della standardizzazione della partecipazione azionaria (e quindi appartenente al perimetro dei connotati tipologici indefettibili dell’azione), sarebbe anche, secondo un convincimento dottrinale piuttosto diffuso, anche il c.d. principio dell’autonomia, che è solitamente individuato come presupposto logico di quella ricostruzione che propende per la natura c.d. *atomistica* della partecipazione azionaria <sup>(69)</sup>.

Dalla circostanza per cui l’azione rappresenta quell’unità di misura minima, indivisibile e inscindibile della partecipazione, deriverebbe infatti la conseguenza che, sul piano concettuale, l’azionista non dovrebbe mai essere considerato titolare di un’unica partecipazione, bensì di una molteplicità, in corrispondenza del numero delle azioni da questi possedute. Si arriva così a una sorta di equiparazione tra il concetto di partecipazione ed azione che porta alla principale conseguenza applicativa di avvallare un esercizio parziale o differenziato dei diritti connessi a ciascuna singola azione.

La migliore dottrina, tuttavia, con ragionamenti pienamente condivisibili, ha criticato la

---

minima di investimento che consente la partecipazione alla società, non potrebbe considerarsi lecito l’esercizio di un diritto sociale “sganciato” dalla titolarità dell’azione, pena il rischio di alterare la causa stessa del rapporto societario; in tal senso v. già F. D’ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, *op. cit.*, p. 11 ss. e, più di recente, in senso non dissimile, E. GINEVRA, *Diritto commerciale*, *op. cit.*, p.295.; *contra*, individuando invece il fondamento dell’inscindibilità nella naturale vocazione della azioni al mercato, C. ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, *op. cit.* p.119 ss. e M. CIAN – C.SANDEI, *La partecipazione azionaria*, *op. cit.*, p. 121 s. ove, a sostegno della predetta conclusione, il condivisibile argomento che nell’attuale contesto normativo sembra difficile enucleare una qualche componente della *causa societatis* che corrisponda a un qualche diritto di pertinenza esclusiva ed essenziale dell’azione che non sia riproducibile anche negli strumenti finanziari partecipativi di cui all’art. 2346, VI, c.c.

<sup>(68)</sup> Sui termini del dibattito relativo alla c.d. vendita del voto si vedano per tutti P.G. JAEGER, *Ammissibilità e limiti dell’accordo di “cessione” del voto in cambio di “corrispettivo” (con considerazioni in merito alla c.d. vendita del voto)*, in *Giur. comm.*, 1997, II, p.237 e E. SCIMENI, *La vendita del voto nelle società per azioni*, Milano, 2003, *passim*.

<sup>(69)</sup> Sull’annoso problema della natura atomistica o unitaria della partecipazione azionaria, v. per tutti, nel primo senso, P.G. JAEGER, *Il voto «divergente» nelle società per azioni*, Milano, 1976, p. 74 ss., F.D’ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, *op.cit.*, p. 118 ss., C. ANGELICI, voce *Azioni di società*, in *Enc. giur.* Treccani, vol. IV, Roma, 1991, p. 3 ss., nel secondo v. G.C.M. RIVOLTA, *La partecipazione sociale*, Milano, 1965, p. 264 ss.; G. SENA, *Il voto nell’assemblea di società per azioni*, Milano, 1961, p. 63 ss.; G. COTTINO, *Le società. Diritto commerciale*, I, IV ed., Padova, 1999, p. 289.

tendenza ad “assolutizzare” sul piano della connotazione “ontologica” della partecipazione azionaria il principio dell’autonomia delle azioni. In primo luogo, è infatti agevole riscontrare come un problema di autonomia nell’esercizio parziale o differenziato dei diritti dell’azione possa essere logicamente posto esclusivamente con riguardo ai c.d. diritti misurabili (ovvero quei diritti che spettano in proporzione al numero delle azioni possedute complessivamente dal socio), non invece per quelli che spettano a qualsiasi socio titolare di almeno un’azione (come il diritto di esame dei libri sociali, il diritto di denuncia al collegio sindacale, il diritto di intervento in assemblea) e neppure per i c.d. diritti di quota (quelli che competono a uno o più soci che rappresentino una determinata percentuale del capitale sociale) <sup>(70)</sup>.

Inoltre, e più in generale, sembra corretto affermare che la questione dell’autonomia delle azioni si sostanzia piuttosto in un «problema di disciplina, ossia di regolazione giuridica degli atti di esercizio dei diritti sociali», sul presupposto che la questione di un loro legittimo esercizio divergente non possa essere aprioristicamente sempre avallata o *tout court* negata, ma debba dipendere, secondo un approccio “casistico”, in base agli interessi contingenti (di cui dovrà esserne valutata la sostanziale meritevolezza) che si profilano nel caso concreto, sottesi alla prerogativa di volta in volta esercitata <sup>(71)</sup>.

I principi della standardizzazione e spersonalizzazione trovano ulteriore pregnante conferma nel principio di uguaglianza delle azioni sancito dall’art. 2348 cod.civ., dal quale la

---

<sup>(70)</sup> In tal senso v. per tutti C. ANGELICI, *Le azioni, cit.*, p. 67 ss.; ID., *La circolazione della partecipazione azionaria, op. cit.*, p.105 ss.

<sup>(71)</sup> La frase citata nel testo è di M. CIAN – C. SANDEI, *La partecipazione azionaria, op. cit.*, p.126, i quali conseguentemente negano che l’autonomia possa appartenere «agli elementi connotanti l’azione, al suo *modo di essere* che la qualifica entro la famiglia delle partecipazioni sociali». I predetti autori, d’altronde, si pongono sulla scia di quegli orientamenti dottrinali che, in relazione al tema dell’ autonomia delle azioni (e specie con riguardo al problema più discusso, come è noto, il voto divergente), ne sottolineano il carattere relativo, in base all’ assunto che detto principio «non necessariamente si esprime con identica compiutezza rispetto a ciascuna posizione giuridica dell’azionista e che, per altro verso, può essere di volta in volta accentuato o compresso ad opera della disciplina legale o statutaria», così, M. BIONE, *Le azioni, op. cit.*, p.43; o ad esempio, C. ANGELICI, *Le disposizioni generali sulla società per azioni*, in *Trattato di diritto privato, op. cit.*, p.195 che, di nuovo manifestando riserve verso conclusioni generalizzate, sottolinea come l’ammissibilità del voto divergente debba essere saggiata su parametri quali il principio di correttezza e buona fede, o comunque una valutazione della meritevolezza dell’ interesse sotteso. In giurisprudenza, su questa linea, si veda App. Bologna, 10 luglio 1995, in *G. it.*, 1996, I, p.590. Così, ad esempio, il voto divergente sarà legittimo quando sia esercitato da un intestatario fiduciario che abbia ricevuto istruzioni difformi dai fiduciari o qualora sia esercitato dal socio che voglia discostarsi con le azioni non vincolate in un sindacato di voto dalla volontà contraria ivi formatasi; al contrario esso dovrà ritenersi inammissibile allorché il voto disomogeneo sia espresso al solo fine di preconstituirsì la possibilità di impugnare una delibera; per queste ed altre esemplificazioni è naturale il rimando a P.G. JAEGER, *Il voto «divergente» nelle società per azioni*, Milano, 1976, p. 4 ss. e 481 s.

dottrina maggioritaria ricava infatti insuperabili argini alla possibilità di introdurre differenziazioni nelle posizioni sostanziali dei soci legate alla considerazione delle loro qualità soggettive.

Il principio di eguaglianza di cui all'art. 2348 cod.civ. si caratterizza anzitutto per una portata formale, evidenziata dal primo comma, a mente del quale le «azioni devono essere di uguale valore», corrispondente al valore nominale che le identifica ai sensi dell'art. 2346 c.c. quali frazioni minime in cui è suddiviso il capitale sociale; valore che, quand'anche non fosse espressamente individuato dallo statuto, si ricava indirettamente dal rapporto tra la cifra del capitale nominale e il numero totale delle azioni emesse ai sensi dell'art. 2346, terzo comma cod. civ. (la c.d. parità contabile implicita), sicché ad operazioni di aumento o riduzione del capitale potrà conseguire una rimodulazione del valore nominale inespresso <sup>(72)</sup>.

Da una prospettiva sostanziale, invece, la disposizione in parola prescrive che tutte le «azioni conferiscono ai possessori uguali diritti», principio tuttavia di portata non assoluta ma relativa, poiché lo statuto «nei limiti imposti dalla legge» può liberamente diversificare il contenuto delle azioni mediante la creazione di categorie azionarie fornite di «diritti diversi», purché tutti eguali all'interno di ogni distinta categoria.

La riscrittura della norma dell'art. 2348 c.c. che ha introdotto la solenne enunciazione del principio di atipicità delle categorie azionari, in combinato disposto con l'aumento delle categorie di azioni speciali tipiche - che hanno dissipato i dubbi di legittimità di alcune fattispecie nel dibattito pre-riforma -, con l'introduzione degli strumenti finanziari partecipativi, dei patrimoni destinati a uno specifico affare e con l'introduzione di una più ampia gamma di titoli obbligazionari (e una maggior liberalizzazione della relativa disciplina), si iscrive nel disegno legislativo della riforma del 2003 volto a favorire l'accesso per le s.p.a. a nuove forme di canali di finanziamento a titolo di capitale di rischio e di debito alternativi a quelli bancari. Si è così impressa alla società azionaria una più spiccata connotazione finanziaria, tale da

---

<sup>(72)</sup> Sul punto, assolutamente pacifico, si veda per tutti G. FIGÀ - TALAMANCA, *Euro e azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e da G. B. Portale, I\*\*, Torino, 2004, p. 227 ss.

Diversa e controversa questione è invece quella della legittimità dell'emissione di nuove azioni ad un prezzo inferiore alla parità contabile implicita: si esprimono a favore G. FIGÀ - TALAMANCA, *Il valore nominale delle azioni*, Milano, 2001, p. 33 ss., M. NOTARI, *sub art. 2346, op.cit.*, p.28 e nt. 70 e v. anche CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima* n. 36 del 19 novembre 2004, *contra*, S.A. CERRATO, *sub artt. 2439 – 2440*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti*, Bologna, 2004, p. 1486 e 1489; e v. anche E. GINEVRA, *La formazione del capitale sociale*, II, Bergamo, 2011, 205 s.

portare la dottrina a rilevare come il modello azionario si caratterizzi, ormai, più che quale “soggetto” dell’impresa, piuttosto come «disciplina strutturale del suo finanziamento»<sup>(73)</sup>.

Ad ogni modo, per quanto interessa ai nostri fini, il corollario principale dalla regola dell’eguaglianza dei diritti delle azioni (la c.d. “*Gleichberechtigung*”) che, come accennato, concorre a marcare in senso prettamente oggettivistico la partecipazione azionaria, si rinviene comunemente nel suo significato di *meta-norma* che definisce la modalità tecnica che regola l’attribuzione ai soci delle diverse situazioni soggettive sociali previste dalle svariate norme che costellano la disciplina della società azionaria.

La differenziazione dei diritti dei soci sarebbe infatti possibile, secondo un orientamento risalente e ancora maggioritario, unicamente declinando l’uguaglianza dei diritti delle azioni da assoluta in relativa, entro le (possibili) distinte categorie azionarie (necessariamente seriali) che compongono il capitale sociale, mentre eventuali diverse tecniche di differenziazione delle prerogative sociali, che consentano di modulare la posizione dei soci in base a criteri ulteriori rispetto a quello del possesso in senso “quantitativo” o “qualitativo” (in presenza di categorie speciali) delle azioni, sarebbero quindi disponibili all’autonomia statutaria solo negli angusti spazi offerti dalle (allora) eccezionali disposizioni che le prevedono<sup>(74)</sup>.

Il confronto tra gli artt. 2346 e 2348 c.c. rispetto al 2468, comma terzo cod.civ. che, come noto, consente nella s.r.l. l’attribuzione di particolari diritti a singoli soci, segnalerebbe, infatti, inequivocabilmente, un’invalidabile linea di confine sul piano morfologico delle tecniche di personalizzazione dei diritti dei soci tra s.p.a. e s.r.l., che consentirebbe di tracciare una sicura divaricazione tipologica tra i due tipi societari (resa invece, come visto, più complicata

---

<sup>(73)</sup> Così N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, IV, 1, Padova, 2010, p. 246; la concezione “finanziaria” della società azionaria è un dato costante nei commenti post-riforma, per un’ampia ricognizione bibliografica si rimanda all’autore appena citato a p. 243 nt. 44.

<sup>(74)</sup> In tal senso di vedano, *ex multis*, G. D’ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nella società per azioni*, Milano, 2007, p.105 ove l’affermazione che «solo le azioni, il loro numero e la loro «qualità» [costituirebbero] legittimo criterio di differenziazione tra gli azionisti nella determinazione della misura dei diritti sociali, mentre ogni altro criterio di differenziazione [sarebbe] illegittimo per contrarietà al principio di eguaglianza degli azionisti», inteso come «eguale condizione dei soci nell’attribuzione dei diritti sociali» e che segna « i confini inderogabili della fattispecie oltre ai quali non è consentito all’autonomia statutaria di spingersi, anche in mancanza di un’espressa norma imperativa, pena la sanzione della nullità della relativa clausola» e C. ANGELICI, *La società per azioni*, I, *Principi e problemi*, op.cit. p. 31, ove l’affermazione secondo la quale «quando si vogliono diversificare i diritti dei soci, lo strumento non [può] essere una loro immediata attribuzione al singolo, bensì necessariamente l’istituzione di differenti categorie di azioni: esse, nuovamente, rappresentano il tramite indispensabile per conseguire tale risultato».



dall'opposto angolo visuale dei margini di *oggettivizzazione* della partecipazione, dalle recenti riforme riguardanti le s.r.l.): nella società per azioni sarebbero sempre invalide le clausole statutarie atipiche che riconoscano diritti sociali solo ad alcuni soci individuati nominativamente oppure sulla base di requisiti di tipo personale <sup>(75)</sup>.

### 3. Il problema: quale spazio nelle società che non ricorrono al mercato del capitale di rischio per tecniche di "personalizzazione" dei diritti degli azionisti al di fuori delle ipotesi di legge?

L'obiettivo della presente ricerca è quello di provare a verificare se l'autonomia statutaria della società per azioni che non ricorre al mercato del capitale di rischio possa travalicare le ipotesi apparentemente eccezionali in cui la legge consente una differenziazione della posizione dei soci mediante una tecnica diversa rispetto al criterio oggettivo del numero e della qualità delle azioni possedute dal socio, nella direzione di una maggior «personalizzazione» <sup>(76)</sup> dell'assetto partecipativo della s.p.a. <sup>(77)</sup>.

---

<sup>(75)</sup> V. fra i tanti, più di recente, oltre agli autori citati alla nota precedente, E. GINEVRA, *Diritto commerciale, op.cit.*, p. 296; M. LIBERTINI- A. MIRONE- P. SANFILIPPO, *sub art. 2346*, in *Commentario romano al nuovo diritto della società per azioni, cit.*, p.202; G.P. LA SALA, *sub 2346 co 1,2 e 3*, in *La società per azioni*, a cura di Abbadessa e Portale, *op. cit.*, p.465; G.C.M. RIVOLTA, *Diritto delle società. Profili generali, op.cit.*, p. 156; *contra*, per un'apertura ai diritti particolari nella s.p.a. assegnati "ad personam", si vedano, invece, G.B. PORTALE, *Tra diritto dell'impresa e metamorfosi della s.p.a.*, in *Organizzazione, finanziamento e crisi dell'impresa. Studi dedicati a Pietro Abbadessa, diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarrone Alibrandi, I. Assago*, 2014, p.112 ss.; ID., *La società per azioni. Principi e problemi (scintillae iuris)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, I, p.135 ss. e M.B. PORTALE, *I diritti «particolari» del socio di s.p.a. (prime riflessioni sulla personalizzazione della società per azioni chiusa). Tesi di dottorato in diritto commerciale, Università degli studi di Brescia*, a.a. 2009/2010, consultata per gentile cortesia dell'autore.

<sup>(76)</sup> Di personalizzazione delle società di capitali si è molto discusso, talvolta attribuendone valore in chiave metodologica, v. ad es. G. COTTINO, *La società commerciale tra personalizzazione e spersonalizzazione*, in *Imprenditorialità e diritto nell'esperienza storica*, a cura di Marrone, *Atti del Convegno di Erice del 22-25 novembre*, 1988, Palermo, 1992, p. 187 ss., *spec. p. 193*; talvolta svalutandone la portata, v. L. MOSSA, *Limiti alla circolabilità delle azioni*, in *Nuova riv. dir. comm.*, 1947, I, p. 109 ss., p. 115, il quale, infatti, nutre dubbi sul concreto significato giuridico della «personalizzazione» della società, poiché «tutto si riduce al vincolo, e quindi è l'azione ed, in relazione ad essa, è il vincolo che è personale, ma la società non si trasforma sicuramente in società personale, ciò che capovolgerebbe risolutamente, ma capricciosamente, il diritto della s.p.a.»; in simile prospettiva, P. SPADA, *La tipicità delle società, op. cit.*, p. 239 ss., che svaluta la portata dell' *intuitus personae* quale strumento per definire i tratti tipologico essenziali delle società, persino nelle sub-fattispecie elementari delle società di persone.

<sup>(77)</sup> Il filone della personalizzazione della società per azioni ha trovato fortuna soprattutto nell'ambito della dottrina tedesca – nonostante, come vedremo nel proseguito, la disciplina legale dell'ordinamento teutonico sembra consentire meno spazi di quella italiana in materia di personalizzazione degli assetti partecipativi –, v. infatti, gli

Tale asserzione dischiude problematiche interpretative di notevole delicatezza e merita ulteriori precisazioni, anche per meglio delineare il percorso di indagine che si vuole intraprendere nel proseguo della presente trattazione.

A legislazione invariata, riconoscere l'ammissibilità di diritti particolari assegnati "*ad personam*" nella s.p.a., ovvero diritti assegnati a singoli soci individuati nominativamente (se persone fisiche) o per la loro denominazione sociale (se persone giuridiche), è un passo che, nonostante forse sarebbe auspicabile *de iure condendo*<sup>(78)</sup> (ed invero il panorama

---

studi di W. IMMENGA, *Die personalistische Kapitalgesellschaft*, Mannheim, 1970; R. FRIEDEWALD, *Die personalistische Aktiengesellschaft*, Köln, 1991; R. SETHE, *Die personalistische Kapitalgesellschaft mit Börsenzugang*, Köln 1996; J. OTTE, *Personalistische Aktiengesellschaft*, in *Wismarer Diskussionspapiere*, Wismar, 2004; U. BECKERT, *Personalistische Leitung von Aktiengesellschaft*, Baden-Baden, 2009.

In generale, sulla contaminazione tipologica nel diritto societario francese v. D. BUREAU, *L'altération des types sociétaires*, in *Melanges offerts a P. Didier*, Paris, 2008, p. 62 ss. Nell'ordinamento francese, alla *société par actions*, si affianca la *société par actions simplifiée* che costituisce un interessante banco di prova sul piano tipologico, atteso che il legislatore ha configurato un modello che, seppur sul piano nominalistico sembra appartenere alla famiglia delle società per azioni, gode di amplissimi spazi di personalizzazione della partecipazione, che sembrano avvicinarlo piuttosto nell'ordinamento italiano alla s.r.l. (in questo senso v. anche R. TORINO, *Le société par actions simplifiée* in *Persona e attività economica tra libertà e regola*, a cura di De Donno, Napoli, 2016, p. 2059 ss.), in particolare, aggiungeremmo, del modello P.M.I., in considerazione della particolare destrutturazione tipologica che si registra (v. *supra* cap. I, p. 1.2). Non a caso i commentatori francesi segnalano come la decisione di preferire l'etichetta di *société par actions simplifiée*, piuttosto che di *société anonyme simplifiée* segnala l'esigenza di evitare l'applicazione delle direttive europee rivolte alla *société anonyme* (v. in questo senso A. LE FÈVRE, *Le droit des sociétés redeviendra-t-il contractuel?* in *RJ com.* 1992, p. 92) e registrano un quasi totale annacquamento dell'identità tipologica della società per azioni (di cui forse uno dei limiti più evidenti è l'aumento dell'incertezza interpretativa, specie in sede giurisprudenziale) a fronte di un aumento esponenziale della «liberté contractuelle des associés» v. Y. GUYON, *Présentation générale de la SAS*, in *Rev. Sociétés*, 1994, p. 207; P. LE CANNU, et. al., *La Sas: un cadre légal minimal*, in *Rev. Sociétés*, 2014, p. 543; I. PASCUAL, *La prise en considération de la personne physique dans le droit des sociétés*, *RTD com.*, 1998, p. 314 s.; J. SIMON, *Contractualisation du droit français des sociétés par actions: la révolution tranquille*, in *La società per azioni oggi, Tradizione, attualità e prospettive*, a cura di Balzarini, Carcano e Ventoruzzo, Milano, 2007, p. 798 s; M. BUCHBERGER, *L'ordre public sociétaire*, in *Mélanges offerts en l'honneur du professeur Michel Germain*, Paris, 2015, p. 181; E. SCHLUMBERGER, *Réflexion sur la liberté contractuelle dans les SAS*, *ivi*, p. 767; P. MERLE, *Droit commercial. Sociétés commerciales*<sup>20</sup>, 2017, Paris, p. 767, il quale sottolinea altresì la rilevanza nelle SAS dell'*intuitus personae*, evidenziata anche dall'amplissima possibilità di dissociazione tra rischio e potere, anche in funzione di maggior trasparenza, per incentivare la migrazione degli accordi parasociali in sede sociale.

Sulla peculiarità della accomandita per azioni, modello atto a «dare rilievo (e potere) all'elemento personale, anche nelle società giganti e addirittura multinazionali con vertice familiare o comunque fortemente personalizzato», v. tra molti, G. OPPO, *Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Riv. dir. civ.*, I, p. 517 ss., p. 519 e R. WEIGMANN, *L'accomandita per azioni come cassaforte di famiglia*, in *Studi in memoria di G. Gorla*, t. III, Milano, 1994, p. 2519 ss.

<sup>(78)</sup> Si veda a questo proposito M. CAMPOBASSO, *Il futuro delle società di capitali?*, in *Banca, Borsa tit. cred.*, 2019, I, p. 142.

comparatistico continentale offre molteplici esempi di aperture in questo senso<sup>(79)</sup>) - appare difficilmente sostenibile nell'ordinamento nazionale. Come si avrà modo di vedere, gli indici normativi che espressamente consentono l'attribuzione di diritti speciali a singoli soci individuati "ad personam" nella s.p.a. (essenzialmente gli artt. 2340, 2341 cod.civ.) hanno una natura chiaramente eccezionale; nondimeno, come vedremo, i confini della loro disciplina non sono così chiari e, dunque, non è scontata l'esatta perimetrazione del loro effettivo spazio nel sistema della società per azioni.

Il discorso potrebbe essere invece diverso con riguardo all'ammissibilità di una tecnica di differenziazione dei diritti sociali che, pur operando al di fuori del criterio del numero e della qualità delle azioni possedute (e quindi senza la creazione di categorie di azioni), non attribuisca diritti diversi "ad personam", ma "per relationem", in virtù di un riferimento a situazioni personali dei soci pre-individuate in astratto (senza, appunto, attribuire quindi diritti a soci specificatamente individuati)<sup>(80)</sup>.

L'emersione di elementi di personalizzazione dell'assetto partecipativo nella s.p.a. caratterizzati sul piano morfologico dall'adozione di quest'ultima tecnica si può apprezzare con più nitidezza a partire dall'evoluzione della disciplina del diritto di voto, testimoniata in primo

---

<sup>(79)</sup> Per un esauriente ricognizione basti il rinvio a G.B. PORTALE, *Tra diritto dell'impresa e metamorfosi della s.p.a.*, op. cit., p. 114 s., nt. 22-24.

<sup>(80)</sup> Si noti che l'adozione di una simile tecnica nelle s.p.a. potrebbe determinare un'area di intersezione nelle tecniche di "personalizzazione" con la s.r.l.; sul punto v. CIAN-SANDEI, *La partecipazione azionaria...*, op.cit., p.149 ss., in senso contrario, affermando che i diritti "per relationem", pur ammissibili nelle s.r.l., non darebbero luogo a diritti particolari ai sensi dell'art. 2468, comma terzo cod. civ., si veda il CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima* n.184 del 19 Dicembre 2020, *Attribuzione di diritti diversi al ricorrere di condizioni «soggettive» dei soci*. Sono favorevoli all'ammissibilità di diritti particolari "per relationem" nelle s.r.l. anche L.A. BIANCHI-A. FELLER, *sub art. 2468*, in *Società a responsabilità limitata*, a cura di L. A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari, Milano, 2008, p. 334; M. AVAGLIANO, *Detenzione della maggioranza del capitale e circolazione delle partecipazioni nella s.r.l.: dalle "classi e categorie di partecipazioni" ai "particolari obblighi"*, in *S.r.l. artigiana e autonomia statutaria*, Milano, 2007, p.179; A. BLANDINI, *Categorie di quote, categorie di soci*, cit., p.172 ss.; G. MAZZA, *Patti sociali e parasociali nelle operazioni di private equity e venture capital*, Milano, 2017, p.292; V. DONATIVI, *I diritti particolari dei soci*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di Ibba e Marasà, I, Milano, p. 2020, p. 904 s.; S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, Milano, cit., p. 216; si veda anche COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Massima* I.I.9, *Individuazione dei soggetti a cui sono attribuibili diritti particolari* - (1° pubbl. 9/04) ove si afferma che è comunque possibile attribuire diritti particolari «a singoli soci individuati per appartenenza a categorie omogenee, ad esempio ai titolari di una determinata partecipazione di minoranza o di maggioranza, a soci persone giuridiche, a residenti all'estero o in determinati comuni, a coloro che hanno compiuto una certa età o non l'hanno raggiunta, a cittadini di un determinato stato, e così via».

luogo dalla reintroduzione con la riforma del 2003 della disciplina del voto scalare e dei tetti di voto, dapprima per le sole società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, e poi estesa anche a queste seconde con la legge 11 agosto 2014, n. 116; in secondo luogo con l'introduzione (con la medesima legge) della disciplina del voto maggiorato di cui all'art. 127-*quinquies* T.u.f. per le società quotate. Un ulteriore frammento della tecnica di diversificazione dei diritti degli azionisti individuati "per relationem" a predeterminate condizioni personali dei soci si rinviene nella disciplina della maggiorazione del dividendo di cui all'art. 127-*quater* T.u.f.

Nel secondo capitolo del presente lavoro, si focalizzerà allora l'attenzione sulle fattispecie degli artt. 2351. c.c., terzo comma e 127 *quinquies* T.u.f., la cui analisi sinottica si giustifica, sul piano metodologico, proprio alla luce della comune matrice che li contraddistingue. È agevole, infatti, osservare – ed è invero un dato sovente messo in luce dagli interpreti – che nei predetti istituti affiori la rilevanza di un elemento "personalistico", poiché il diritto di voto è modulato in funzione di una *condizione personale* del socio: l'entità della partecipazione "*posseduta*" nel voto scalare (o nei tetti di voto), l'anzianità partecipativa nel voto maggiorato (intesa secondo la lettera della disposizione in termini di "*detenzione*" delle azioni).

L'analisi delle fattispecie in commento dischiude delicate questioni interpretative, proprio in virtù del problema di coordinare il rilievo "personalistico" che la loro introduzione in statuto comporta con la dimensione partecipativa *spersonalizzata* tradizionalmente riconosciuta alla società per azioni di cui si è dato ampio riscontro nel precedente paragrafo.

Il primo passo per approcciare correttamente il problema è allora quello di approfondire la qualificazione dei suddetti istituti, per poi mettere in luce anzitutto – prima di interrogarsi sulla loro esatta "collocazione sistematica" - le ricadute sul piano della disciplina che possano derivare dall'adesione ad uno o ad altro dei diversi orientamenti che si sono consolidati in letteratura sulla "preliminare" questione qualificatoria.

L'itinerario argomentativo consentirà quindi di soffermarsi sul problema dell'incisione dei limiti al voto conseguenti all'azionarsi di un tetto o di uno scaglionamento di voto e della maturazione del beneficio di voto per gli azionisti "fedeli" sui quorum assembleari costitutivi e deliberativi, nonché sulla delicata questione relativa al se l'applicazione "selettiva" di queste regole a un gruppo predeterminato e distinto di azione valga a connotarle quali azioni di categoria.

Ci si focalizzerà poi, dall'angolo visuale del principio di proporzionalità tra numero delle azioni e numero dei diritti di voto, sul rapporto tra la peculiare tecnica di diversificazione della

posizione amministrativa degli azionisti sottesa negli istituti del voto scalare e della maggioranza del voto e la tecnica delle categorie di azioni, per verificare quali siano i limiti di alterazione “quantitativa” del principio con riguardo alle due menzionate diverse tecniche.

Sul piano delle ricadute di “sistema” l’opzione qualificatoria degli istituti in parola che si voglia prediligere potrebbe rilevare “pregiudizialmente” sull’effettivo spazio che la “condizione personale” dei soci può rivestire nell’allocazione dei diritti di voto della s.p.a. Si focalizzerà l’attenzione, in questa direzione, sulla delicata questione della natura (eccezionale o meno) degli istituti di cui agli art. 2351, comma terzo cod.civ. e 127 *quinquies* T.u.f. nel sistema del diritto di voto della s.p.a. (dalla quale dipende la possibilità di immaginare varianti “atipiche” rispetto al voto per tetti o per scaglioni e alla maggioranza del voto), il cui eco si riverbera sul piano dell’identità tipologica della società anonima.

Solo attraverso una compiuta comprensione di come il peculiare statuto composto dalle norme menzionate si inscriba nel contesto della fattispecie azionaria, sarà poi possibile interrogarsi sull’ulteriore passo, da svolgere nel terzo capitolo della trattazione, consistente nel valutare se la tecnica di diversificazione dei diritti sociali “*per relationem*” a condizioni personali dei soci, che si riscontra – come si è visto – “embrionalmente” nella disciplina del diritto di voto, possa essere “estesa” anche per altri diritti. Del resto, come si vedrà, l’utilità di ricostruire più in generale i limiti alla personalizzazione dei diritti della società per azioni chiusa trova interessanti ricadute sulla risoluzione di problemi ancora aperti, come l’interpretazione di tutte quelle disposizioni ove la legge fa genericamente riferimento a diritti assegnabili “ai soci” - quale ad esempio in tema di limiti alla circolazione delle azioni e di riscatto - per tentare di giungere a una ricostruzione sistematica unitaria e coerente <sup>(81)</sup>.

---

<sup>(81)</sup> A favore dell’ammissibilità dell’assegnazione statutaria del *placet* in caso di clausola di mero gradimento al singolo socio o al terzo v. ad es. V. MELI, *sub art. 2355-bis*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d’Alcontres, I, Napoli, 2004, p. 342, nt. 25; A. TUCCI, *Limiti alla circolazione delle azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso* diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Torino, 2007, p. 636, nt. 60; 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, p.575 nt. 33; *contra* v. ad es. M. CIAN, *Clausola statutaria di prelazione e conferimento di azioni in società interamente posseduta*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2004, I, p. 706 nt. 40.

A favore del diritto di riscatto riconoscibile a singoli soci v. ad es. N. DE LUCA, *Ancora sulle clausole statutarie di accomodamento e trascinarsi (tag e drag along). Possono essere introdotte a maggioranza?*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 2013, II, p. 74; L. GUERRINI, *sub art. 2437-sexies*, in *Commentario delle società*, a cura di G. Grippo, II, Torino, 2009, p.843; G.B. PORTALE, *Tra diritto dell’impresa e metamorfosi della s.p.a.*, *op. cit.*, p.116; *contra* v. ad es. M. NOTARI, *sub art. 2346, op. cit.*, p. 163; N. CIOCCA, *sub art. 2347-sexies*, in *Commentario*

Orbene, si è certamente avveduti del potenziale dirompente effetto sul piano dell'identità tipologica della s.p.a. e, quindi, di riflesso, sul valore della riconoscibilità nel traffico giuridico dei tipi societari <sup>(82)</sup> che un'adesione generalizzata e apodittica alla tesi ipotizzata comporterebbe.

È allora necessario procedere con cautela, meditando con attenzione i possibili “gradi” di personalizzazione dell'assetto partecipativo ammissibili, mediante l'elaborazione di una tassonomia delle tipologie di clausole che diversificano i diritti sociali in dipendenza della condizione personale del socio titolare delle azioni in funzione dei principi del sistema della società per azioni che, a seconda della concreta configurazione della clausola, verranno più specificamente chiamati in causa.

Una volta esaurita l'analisi dei margini di personalizzazione della s.p.a. e dei relativi limiti sotto una prospettiva, per così dire, “genetica”, ci si concentrerà sull'approfondimento delle clausole in discorso secondo una prospettiva “dinamica”, valutando quindi le maggioranze necessarie per la loro introduzione “*durante societate*” e le tutele eventualmente spettanti ai soci pregiudicati o dissenzienti.

In conclusione, all'esito dell'indagine, riannodandosi al discorso sviluppato in apertura, si proverà a chiarire in termini più compiuti se, anche per la s.p.a., sia legittimo argomentare in favore di un certo grado di affievolimento della fattispecie (a cui segue una diversa manifestazione dei tratti caratteristici e identificativi di essa nei diversi modelli delle s.p.a.), in coerenza con l'idea di fondo che la spersonalizzazione “assoluta” della partecipazione azionaria (nelle s.p.a. che non ricorrono al mercato del capitale di rischio) possa non essere (più) un elemento tipologico necessariamente indefettibile, quanto piuttosto un connotato tendenziale del tipo.

---

*romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, II, Padova, 2010, p. 821; M. VITALI, *Le azioni riscattabili*, Milano, 2013, p. 156 ss.; G. DI CECCO, *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, Torino, 2013, p. 270 nt. 66

<sup>(82)</sup> Il quale rappresenta, come ricorda G. ZANARONE, *Il ruolo del tipo*, *op.cit.*, p.96, la *ratio* fondamentale del principio di tassatività dei tipi societari.

## Capitolo II: *L'evoluzione delle tecniche di alterazione del diritto di voto e il loro ruolo sistematico nella personalizzazione dei diritti degli azionisti.*

1. Il dibattito sulla qualificazione morfologica della regola del voto per scaglioni o per tetti lungo l'evoluzione normativa dell'istituto. - 2.1. Nuovi spunti al dibattito offerti dal problema della qualificazione del voto assegnato agli azionisti "fedeli" (art. 127 quinquies). 2.2 (... segue) Categorie di azioni a voto maggiorato? - 2 La maggiorazione del voto nelle società non quotate. - 3 Il computo dei quorum assembleari costitutivi e deliberativi negli assetti partecipativi caratterizzati dall'adozione della tecnica statutaria di diversificazione dei diritti in dipendenza di condizioni personali dei soci. 3.1. quorum costitutivi - 3.2. quorum deliberativi 3.3. Un punto di arrivo: "Voting capital" quale parametro di computo dei quorum assembleari e nessi con il problema della qualificazione del diritto di voto subordinato a condizioni soggettive dei soci (i.e. sospensione vs privazione del voto). - 4. Considerazioni sulla "natura" dell'alterazione della proporzionalità capitalistica mediante la tecnica di diversificazione del diritto di voto in subordine a condizioni soggettive dei soci. Quali limiti "quantitativi" alla dissociazione tra numero di azioni e numero di voti? - 5.1. Autonomia statutaria e fattispecie (di "condizioni soggettive") tipiche a contenuto atipico nel diritto di voto. L'accertamento della condizione. - 5.2. La nozione statutaria di «possesso» del pacchetto azionario nei tetti e scaglionamenti di voto. L'estensione plurisoggettiva della base di calcolo della quota di possesso azionaria. - 5.3. La «detenzione» continuativa delle azioni nel voto maggiorato. - 5.4. Condizioni personali dei soci atipiche nel diritto di voto dipendenti dalla quota di partecipazione: Il tetto minimo di voto e gli scaglioni a voto gradualmente crescente. Condizioni "miste" (combinazioni tra anzianità partecipativa ed entità della partecipazione).

### *1 Il dibattito sulla qualificazione "morfologica" della regola del voto per scaglioni o per tetti lungo l'evoluzione normativa dell'istituto.*

Come è noto, il Codice Civile del 1942, differentemente dal Codice di Commercio del 1882 <sup>(1)</sup> taceva in ordine all'ammissibilità del voto scalare e dei tetti di voto nel sistema della società per azioni, alimentando così un acceso dibattito dottrinale sulla questione della sua legittima introduzione in statuto.

Avverso alcune posizioni iniziali più rigorose, fedeli a una concezione puramente "oggettivistica" della partecipazione azionaria, dalla quale veniva desunta l'illegittimità del voto scalare, trovava via crescenti consensi l'orientamento favorevole, sì da divenire, all'alba della riforma del 2003, decisamente prevalente.

---

(<sup>1</sup>) Il codice di commercio del 1882 pur nel contesto di una regolazione del diritto di voto estremamente rigida, con pochi spazi per l'autonomia statutaria, ammetteva però un voto scalare suppletivo, cfr. art. 157, I comma «(...) ogni socio ha un voto ed ogni azionista a un voto sino a cinque azioni da lui possedute. L'azionista che possiede più di cinque azioni e sino a cento azioni, ha un voto ogni cinque azioni e per quelle che possiede oltre il numero di cento ha un voto ogni venticinque azioni (...))».

Procedendo con la speditezza richiesta dal taglio dell'indagine, si può sin d'ora evidenziare che il problema dell'ammissibilità del voto scalare in mancanza di un'espressa norma di legge autorizzativa era affrontato nel dibattito pre-riforma dall'angolo visuale di due distinte questioni, l'una preliminare all'altra.

Anzitutto, il favore degli interpreti per l'ammissibilità del voto scalare si accompagnava all'assunzione di un più liberale approccio circa l'effettivo margine di manovra per l'autonomia statutaria nell'alterare la regola *one share, one vote* – corollario del più ampio principio di corrispondenza tra rischio e potere –, riconosciuta, invece, come è noto, da altri autorevoli autori quale elemento tipizzante (e imperativo) della fattispecie azionaria <sup>(2)</sup>. Chi già – anticipando i più dirompenti effetti sistematici delle riforme del 2003 e del 2014 – si convinceva della non assoluta rigidità della relazione biunivoca tra rischio e potere quantomeno dal versante dei diritti amministrativi, non manifestava infatti problemi ad ammettere la legittimità di un sistema di voto quale il voto scalare, nonostante l'indubbio impatto di questo sul piano dell'alterazione della proporzionalità capitalistica dell'assetto partecipativo <sup>(3)</sup>.

La seconda posteriore questione, ovvero il contrasto tra l'elemento personalistico immanente nella fattispecie del voto scalare (il rilievo dell'entità della partecipazione posseduta dal socio) e la dimensione oggettivistica della tecnica azionaria, veniva risolta dall'orientamento favorevole al voto scalare con un argomento riguardante la conformazione strutturale dell'istituto in parola: il limite al voto conseguente all'azionarsi di uno scaglionamento o di un tetto sarebbe infatti assimilabile a un

---

<sup>(2)</sup> Si v. per la posizione restrittiva, per tutti G. SENA, *Il voto nell'assemblea di società per azioni*, Milano, 1961, p.258, secondo il quale «la possibilità di limitazioni statutarie al diritto di voto è assolutamente eccezionale; è ammessa solamente nei limiti previsti dall'art. 2351, II comma (applicabile anche alle azioni a favore dei prestatori di lavoro, art. 2349 c.c.) ed è stabilita, salvo deroga statutaria, per le azioni di godimento (art.2353 c.c.). Al di fuori di questi casi (ed ovviamente delle ipotesi nelle quali la sospensione del voto è imposta dalla legge), l'atto costitutivo non può limitare il diritto di voto, che viene così a ricollegarsi a ogni azione (art.2351, I comma)».

<sup>(3)</sup> Si sono espressi nella letteratura antecedente alla riforma del 2003 a favore della legittimità del voto scalare traendone argomento della natura dispositiva del principio di corrispondenza tra rischio e potere A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, in *Riv. soc.*, 1961, p. 933, il quale riconosce carattere «dispositivo» al principio del voto proporzionale ammettendo quindi che possa essere previsto statutariamente il voto scalare; M. CASELLA, *Legittimità del voto scalare nelle società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 1973, p. 417 ss., il quale sostiene che «l'affermazione dell'inderogabilità del voto proporzionale consegue solo a una forma di pigrizia mentale che induce a ritenere obbligatorio il sistema più frequentemente adottato e legislativamente considerato come normale o tipico»; G.B. FERRI, *Le società*, in *Trattato di dir. civ.* fondato da Vassalli, vol. X, t. III, Torino, 1987, p. 465 s., il quale esclude che il principio di proporzionalità (per il solo fatto che ad esso la legge si ispiri), non può certo elevarsi a «principio di ordine pubblico» che si possa opporre all'introduzione in statuto di un sistema di voto scalare; si veda infine per un'ampia analisi volta a contestare l'inderogabilità della commisurazione proporzionale tra rischio e potere nell'ambito del diritto di voto, L. CALVOSA, *La partecipazione eccedente e i limiti al diritto di voto*, Milano, 1999, p. 160 ss., spec. p. 166.



fenomeno di *sospensione* del voto <sup>(4)</sup>. Di qui, a prescindere dall'azionarsi del meccanismo di voto per scaglioni (a seconda della situazione personale dei vari soci), il "contenuto" dell'azione (o meglio l'intensità del diritto di voto oggettivamente attribuito dall'azione) non verrebbe mai intaccato, incidendo invece la limitazione al voto sul diverso piano *personale* della *legittimazione* del suo titolare all'*esercizio* del diritto. E proprio questa caratteristica "morfologica" del voto scalare consentirebbe, del resto, un'interpretazione (formalmente) ossequiosa dell'articolo 2348 c.c. in tema di eguaglianza dei diritti delle azioni.

La dottrina contraria alla legittimità del voto scalare, invece, escludeva a monte che l'autonomia statutaria di società per azioni potesse introdurre clausole statutarie che consentissero di modulare la posizione dei soci al di fuori del criterio oggettivo del numero e della qualità delle azioni possedute, e ciò anche a prescindere dal convincimento - più o meno aperto - assunto in merito alla preliminare questione della tenuta "tipologica" del principio plutocratico nella società per azioni <sup>(5)</sup>.

Il legislatore del 2003, come è noto, ha rinnovato radicalmente i termini del dibattito con l'espressa ammissione della legittimità del voto scalare e dei tetti di voto al terzo comma dell'art. 2351 c.c. – prima per le sole società non quotate, poi, per coerenza sistematica <sup>(6)</sup>, per tutti i modelli

---

<sup>(4)</sup> In questo senso v. già M. CASELLA, *Legittimità del voto scalare nelle società per azioni*, *op. cit.*, p.433, ripreso da L. CALVOSA, *La partecipazione eccedente e i limiti al diritto di voto*, Milano, 1999, p. 160 ss., spec. p. 166; M. BIONE, *Le azioni*, in *Azioni – Gruppi, Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, t. 2\*, *cit.*, p.5, nt. 21; v. anche la peculiare posizione di G.B. FERRI, *Le società*, *op. cit.*, p.465, secondo il quale «(...) il sistema di voto scalare non deroga al principio posto da al primo comma dell'art. 2351 cod.civ., in quanto ha come punto di riferimento la quota e cioè la partecipazione complessiva dell'azionista».

<sup>(5)</sup> In questo senso v. soprattutto C. ANGELICI, *Le azioni*, in *il Codice Civile. Commentario* diretto da Schlesinger, *sub art.* 2351, p. 148 s., secondo il quale è infatti possibile deviare dal modello suppletivo della proporzionalità tra rischio dell'investimento e potere di voto *esclusivamente* mediante «(...) tecniche coerenti con il modello organizzativo della società per azioni : tecniche pertanto volte all'oggettività della partecipazione azionaria e non alla persona (nel senso di concreta situazione personale) del socio»; in precedenza vedi nello stesso senso già B. VISENTINI, *voce, Azioni di società*, in *Enc. Dir.*, IV, Milano, 1959, p.967 ss.; *contra* non riconoscendo la vigenza di una regola di assoluta spersonalizzazione dell'assetto partecipativo, e pronunciandosi a favore della legittimità del voto scalare in virtù dell'esigenza di «non sacrificare gli spazi che l'ordinamento lascia all'autonomia privata per accentuare gli elementi personalistici presenti nella struttura organizzativa della società per azioni», R. SACCHI, *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. – Profili procedurali*, in *Assemblea, Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, t.3 \*, 2000 (ristampa), Torino, p. 94, nt.24. Si vedano anche, per impostazioni volte a valorizzazione il carattere unitario della partecipazione P. SANFILIPPO, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nella società per azioni*, Torino, 2000, p.372 ss. e F. GUERRERA, *La responsabilità deliberativa nella società per azioni*, Torino, 2004, pp. 74 ss.

<sup>(6)</sup> È interessante notare che nel dibattito dottrinale immediatamente posteriore alla riforma del 2003 vi erano diverse posizioni sulla giustificazione, sul piano sistematico, del divieto di voto scalare o per tetti nelle società facenti ricorso al mercato del capitale di rischio. Da un lato, vi era chi contestava la scelta del legislatore, sostenendo che sarebbe stato preferibile rimuovere il divieto introducendo nel contempo un meccanismo di sospensione delle clausole in discorso in presenza di un'offerta pubblica di acquisto, per prevenire gli effetti distorsivi sulla contendibilità della società conseguenti all'introduzione del voto scalare o per tetti, cfr. in questo senso N. ABRIANI, *sub 2351* in *Il nuovo diritto societario*, diretto

di società anonima con la novella “liberalizzatrice” del 2014 – senza però (come in altri ordinamenti) preoccuparsi nel contempo di introdurre una disciplina ben articolata <sup>(7)</sup>).

Con riguardo al problema della qualificazione strutturale del voto scalare, nel dibattito post-riforma si è (ulteriormente) consolidato quale convincimento maggioritario in dottrina la ricostruzione “*personalistica*” della fattispecie <sup>(8)</sup>, oggetto però, più di recente, di un’ampia critica in una meditata monografia dedicata specificamente al tema. Argomenti legati a ragioni di “geografia sistemica” e soprattutto di ossequio al tradizionale (e ribadito dalla legge delega del 2003) primato della rilevanza (tipologica) centrale dell’azione hanno infatti indotto un autore a ricondurre il voto

---

da Cottino-Bonfante- Cagnasso- Montalenti, I, Bologna, 2004, p. 328 s., A. ANGELILLIS – M. VITALI, *sub art.* 2351, 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, p. 447; M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca e Borsa*, 2003, I, p. 519 ss.. *Contra*, G. LA SALA, *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, 2011, p. 190 s., il quale critica la tesi che individua il fondamento giustificativo del divieto in discorso esclusivamente nella tutela della contendibilità della società, traendone argomento dal fatto che in una società quotata che non abbia optato per la regola di neutralizzazione (cfr. art. 104 *bis* T.u.f.) le eventuali azioni prive del voto manterranno le loro caratteristiche anche in costanza di opa, con un effetto quindi di cristallizzazione del gruppo di comando sicuramente maggiore rispetto a quello conseguente all’introduzione di un sistema di voto scalare; di qui sarebbe incoerente ammettere (per di più automaticamente salvo specifico *opt in* per la regola di neutralizzazione) azioni speciali prive di voto che mantengono il loro *status* di titoli privi di potere decisionale in costanza di opa ed escludere invece in assoluto il voto scalare nelle quotate se la *ratio* a fondamento di una simile scelta è quella della tutela della contendibilità. L’autore sostiene allora che la giustificazione sistematica della scelta del legislatore andasse ravvisata nel contrasto con l’esigenza primaria di fungibilità che contraddistingue la realtà delle società aperte, incompatibile con l’elemento personalistico sotteso alla fattispecie del voto scalare o per tetti.

Con la riforma del 2014 e l’entrata in vigore dell’art. 127-*quiquies* Tuf, il legislatore ha dovuto per coerenza eliminare il precedente divieto di voto per tetti o per scaglioni, giacché sarebbe stato paradossale e incoerente mantenerlo e allo stesso tempo ammettere un sistema di voto caratterizzato da un grado di personalizzazione indubbiamente maggiore, quale quello della maggiorazione del voto (si rinvia *infra* al par. 2 per maggiori approfondimenti su quest’ultimo punto).

<sup>(7)</sup> Differentemente, ad esempio, dal legislatore tedesco, v. § 134 AktG.

<sup>(8)</sup> Nella dottrina post-riforma del 2003 si sono pronunciati a favore della ricostruzione “*personalistica*” del sistema di voto scalare (almeno, quando applicato a tutte le azioni del capitale sociale) tra i tanti, N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in Trattato di diritto commerciale diretto da G. Cottino, IV, *cit.*, p. 320; M. BIONE, *Legittimità del voto capitario nella s.p.a.?* in *Giur. comm.* 2012, I, p. 639; A. ANGELILLIS – M. VITALI, *sub art.* 2351, 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, p. 447 ss., A. BLANDINI, *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Giur. comm.* 2004, I, p. 483; M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e potere di voice*, Milano, 2006, p. 78; M. CIAN - C. SANDEI, *La partecipazione azionaria. La fattispecie*, in *Trattato diritto privato*, diretto da P. Rescigno, t. V, Utet, 2012, p. 152; M. CIAN – C. SANDEI, *sub* 2351, in *Commentario del Codice Civile* diretto da Gabrielli, vol. III, Torino, 2015, p. 939 ss.; G. D’ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nella società per azioni*, Milano, 2007, p. 119; A. DENTAMARO, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009. Commentario*, diretto da Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti, Bologna, 2009, p. 188; C. FORMICA, in *Il nuovo diritto delle società. Commento sistematico al D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, aggiornato al D.lgs 28 dicembre 2004, n. 310*, a cura di Maffei Alberti, I, Padova, 2005, p. 185; A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. Soc.*, 2003, p. 1268 ss.; A. STAGNO D’ALCONTRES, *sub* 2351, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di Niccolini e Stagno d’Alcontres, I, Napoli, 2004, p. 307.

scalare e i tetti di voto alla fattispecie delle azioni a voto condizionato <sup>(9)</sup>.

In altre parole, secondo questa tesi, si dovrebbe ammettere che l'istituto delle azioni a voto condizionato, confinato dalla lettera del secondo comma dell'art. 2351 c.c. nel *genus* delle azioni a voto limitato sottostanti al limite della metà del capitale sociale, possa ergersi a tecnica paradigmatica (od «*archetipo*») delle limitazioni di voto anche *generali*, ovvero di quelle riferite alla totalità del capitale sociale; sul presupposto implicito (già ormai avvallato dalla dottrina maggioritaria) di potersi superare il problema del potersi concepire un capitale sociale privo di azioni conformi alla disciplina suppletiva (le supposte «azioni ordinarie») <sup>(10)</sup>.

Peraltro, il predetto autore ravvisa un'incongruenza tra il convincimento (invero, maggioritario) circa il potersi effettivamente fondare una categoria speciale caratterizzata anche dall'unica «*regola diversa*» <sup>(11)</sup> dello scaglionamento del voto e quello (sempre maggioritario) che propende per la ricostruzione soggettiva della fattispecie del voto scaglionato *standard* (ovvero: di regola che si riferisce all'intero capitale sociale) <sup>(12)</sup>. Se si ammette la possibilità di immaginare una categoria di azioni a voto scalare si dovrebbe infatti coerentemente riconoscere che, in una siffatta fattispecie,

---

<sup>(9)</sup> In questo senso G. LA SALA, *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, 2011, il quale dedica ampio spazio alla critica della tesi tradizionale, spec. p.58-95; propende per questa ricostruzione anche M. CAMPOBASSO, *Il futuro delle società di capitali*, in *Banca Borsa tit. cred.* 2019, I, p. 140, il quale ritiene più corretto ricostruire sul piano dogmatico le previsioni statutarie del voto scalare e dei tetti di voto come «diritti condizionati delle azioni» e non già come diritti attribuiti direttamente alla persona del socio. In questa direzione, nel senso di intendere le limitazioni di voto conseguenti all'azionarsi del voto per scaglioni come incidenti sul contenuto dell'azione, alterando la forza di voto di ogni azione posseduta dal socio soggetto al tetto (e il che comporta poi il doversi orientare per la qualificazione di queste come azioni a voto temporaneamente *frazionario*) v. altresì E. CUSA, *Il socio finanziatore nelle cooperative*, Milano, 2006, p.299 s.

<sup>(10)</sup> Questa tesi, come è noto, trovava autorevoli sostenitori che argomentavano in favore della necessaria presenza di almeno un'aliquota del capitale composta da azioni conformi alla disciplina suppletiva, invocando un'esigenza di tipicità nella conformazione della partecipazione azionaria, cfr. C. ANGELICI, *Le azioni*, op.cit., p.67 e P. SPADA, *Dalla nozione al tipo*, in *Riv. dir. civ.*, I, 1985, p.95; A. STAGNO D'ALCONTRES, *sub art. 2348, Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, p. 277; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale*, II, *Diritto delle società*, IX ed. a cura di M. Campobasso, p. 205; M. SCIUTO (– P. SPADA), *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato della società per azioni*, I, diretto da G.E. Colombo e da G.B. Portale, 2004, p. 40, il quale si spinge a considerare regola imperativa anche l'indefettibile presenza di almeno *metà* delle azioni conformi alla disciplina suppletiva; ma vedi *contra*, a favore del potersi concepire un capitale sociale interamente composto da diverse categorie speciali di azioni purché almeno la metà conservi il voto, M.NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Torino, 2007, p.598 ss.; M. LIBERTINI - A. MIRONE – P. SANFILIPPO, *sub 2351*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da D'Alessandro, II, t.1, 2010, Padova, p. 246; N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da Cottino, *cit.*, p.272 s. e già A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, p. 86 s. e B. VISENTINI, *voce, Azioni di società*, op. cit., p. 991.

<sup>(11)</sup> Per il concetto di «*regola diversa*» quale criterio interpretativo estensivo della nozione di diritto diverso atto a fondare una categoria di azioni è naturale il rinvio a M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, op. ult. cit., p. 601.

<sup>(12)</sup> G. LA SALA, *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, op.cit., p. 66 s.

l'azione necessariamente non possa perdere la sua funzione di centro di imputazione (esclusivo) delle diverse situazioni soggettive sociali (necessaria premessa logico-giuridica per potersi infatti ammettere l'attribuzione *alle azioni di diversi diritti*) e, quindi – questo è l'argomento su cui fa leva la tesi menzionata -, anche la *diversa* fattispecie del voto scalare nella sua versione suppletiva, per coerenza, non potrebbe ricostruirsi secondo un meccanismo strutturale, per così dire, “esterno“ al contenuto della partecipazione azionaria. Invece, una ricostruzione in termini rigorosamente personalistici del meccanismo di funzionamento del voto scalare, a prescindere dal termine di applicazione (l'intero capitale o un gruppo predeterminato e distinto di azioni), dovrebbe impedire, a rigore, di includere la corrispondente “regola diversa” nel novero di quelle atte a poter fondare una categoria azionaria.

In definitiva, la quadriforcazione interpretativa in cui sembra doversi necessariamente imbattere, quantomeno sul piano formale, è nell'alternativa tra:

a) propendere per una ricostruzione oggettiva di entrambi gli istituti (voto scalare applicato indistintamente a tutte le azioni e categorie di azioni a voto condizionato con regola diversa “voto scalare”) <sup>(13)</sup>;

b) ammettere che le due fattispecie siano contraddistinte da una diversa conformazione strutturale (=il voto scalare nella sua versione suppletiva si caratterizzerebbe per una struttura “soggettiva” mentre nel caso in cui sia limitato a un gruppo predeterminato di azioni ben potrebbe rientrare nel *genus* delle azioni a voto condizionato di cui all'art. 2351, comma secondo, dovendosi considerare l'evento oggetto della condizione (da considerarsi necessariamente *non meramente potestativa*) il “possesso” di una determinata quota partecipativa) <sup>(14)</sup>;

---

<sup>(13)</sup> È questa la posizione di G. LA SALA, *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, op. ult. cit., rispettivamente a p. 72 ss. e p. 82 ss.

<sup>(14)</sup> La dottrina maggioritaria generalmente propende per la ricostruzione personalistica del voto scalare nella sua versione suppletiva (vedi *supra* nt. 9) ma allo stesso tempo generalmente ammette la legittimità di una categoria di azioni avente quale unico “diritto diverso” il voto scalare (vedi in senso affermativo, *ex multis*, N. ABRIANI, *sub art. 2351*, in *Il nuovo diritto societario*, op. cit., p.329; L. CALVOSA, *La partecipazione eccedente e i limiti al diritto di voto*, op. cit., p. 202; G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nella società per azioni*, Milano, 2007, p.107; M. LIBERTINI - A. MIRONE - P. SANFILIPPO, *sub 2351*, op. cit., p. 274; A. POMELLI, *Le azioni speciali “Il Sole 24 Ore“ e i limiti al possesso azionario nelle società quotate*, in *Giur. Comm.*, 2008, p. 960 ss., A. STAGNO D'ALCONTRES, *sub 2351*, in *Società di capitali. Commentario*, op. cit., p.307; U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotate*, in *Riv. soc.* 2007, p. 971; I. POLLASTRO, *Il voto condizionato nelle società di capitali*, Milano, 2021, p. 76

Sulla relazione intercorrente tra le due diverse fattispecie (limitazione generale o riferita a una serie di azioni connotate quale categoria) in punto di qualificazione v. specificatamente M. BIONE, *Legittimità del voto capitario nella s.p.a.? in Giur. comm.* 2012, I, p. 640 nt. 3 121 il quale critica la tesi di La Sala in base all'argomento per cui «non si vede (...), quale valenza possa avere, ai fini della (...) connotazione oggettiva delle limitazioni di voto ex art. 2351 comma 3°, l'assunto secondo il quale possano essere emesse una o più categorie di azioni contraddistinte e rese peculiari, per

c) ritenere che l'applicazione del voto scalare in entrambe le fattispecie (regola generale e regola selettivamente limitata a un gruppo di azioni) determini esclusivamente una "sospensione" del voto (incidente, pertanto, sul piano della legittimazione) del socio per le azioni eccedenti una determinata soglia, sicché (anche) nel secondo caso non si avrebbe mai la creazione di una categoria di azioni, ferma comunque restando la possibilità di riferire selettivamente il limite di voto a un gruppo di azioni <sup>(15)</sup>.

d) sostenere, argomentando a partire dalla natura personalistica ed estranea al contenuto dell'azione del congegno del voto per tetti o per scaglioni, non solo l'inammissibilità di una categoria di azioni a voto massimo o scalare, ma altresì l'impossibilità di riferire selettivamente tali regole a un gruppo di azioni (anche di categoria già connotata da un altro "diritto diverso") <sup>(16)</sup>.

---

l'appunto, da tali limitazioni. Che il tetto massimo o il voto per scaglioni possano connotare una particolare categoria di azioni, vale a dire una serie omogenea difforme da altra serie, è una tesi sulla quale si può assentire, *ma non è corretto estendere all'intero capitale e alla totalità delle azioni quella ricostruzione dei diritti di voto come elementi intrinseci e connotati all'azione che si è inteso dimostrare con riguardo ad una singola categoria*» (corsivo mio).

<sup>(15)</sup> In questo senso v. M.CIAN - C. SANDEI, i quali aderiscono all'orientamento maggioritario sulla qualificazione del voto scalare nella versione suppletiva (ID, *La partecipazione azionaria. La fattispecie*, op. cit. p. 152) ma rifiutano l'idea che la regola del voto scaglionato, se applicata selettivamente a un gruppo predeterminato e distinto di azioni, possa costituire, essa sola, un diritto diverso ai sensi dell'art. 2348 cod.civ. (v. ID, sub 2351, in *Commentario del Codice Civile* diretto da Gabrielli, op. cit. p. 940 - 943); allo stesso tempo gli autori non negano che la regola del voto massimo possa essere attribuita selettivamente a una categoria di azioni già connotata da altre regole differenziali, nella direzione del convincimento prevalente nella dottrina tedesca.

In Germania si ritiene che la regola del diritto di voto massimo o scalare possa essere introdotta o allo stesso modo per tutti gli azionisti o anche eventualmente, per una categoria di azioni, v. in questo senso, più di recente, S. GRUNDMANN, sub §134, in *Aktiengesetz, Großkommentar*, a cura di Hirte, Mülbart, Roth, 2020, p. 393 s.; U. HÜFFER-J.KOCH, sub §134, *Aktiengesetz*<sup>13</sup>, 2018, Rn. 14; M. ARNOLD, sub §134, *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, a cura di Kropff, Semler, 2014, Rn. 12; G. SPLINDER, sub §134, in *Aktiengesetz Kommentar*<sup>3</sup>, a cura di Schmidt, Lutter, 2015, Rz. 15; e già R. VON GODIN, H. WILHELMI, sub § 134, *Aktiengesetz, Kommentar*<sup>4</sup>, a cura di Wilhelmi, Band 1, 1971, p.780 ss.; ECKARDT, sub § 134 in *Aktiengesetz, Kommentar*, a cura di Geßler, Hefermehl, Eckardt, Kropff, 1973, Rn. 14. L'intenzione del legislatore rende chiaro che la suddetta introduzione differenziata del diritto di voto massimo dovrebbe essere consentita: dopo un'intensa discussione politica, è stata consapevolmente vietata la disparità di trattamento dei singoli azionisti, ma non delle singole categorie di azioni (essendo stato eliminato tale secondo divieto che la versione iniziale del progetto di legge prevedeva) v. infatti § 134, *Abs 1, Satz 3*, « Die Beschränkungen können nicht für einzelne Aktionäre angeordnet werden ». Ad ogni modo si nega che il limite di voto massimo o scalare possa applicarsi in modo selettivo per un gruppo di azioni non connotate già da altro tratto distintivo (e nello specifico di un rafforzamento delle prerogative patrimoniali in virtù di quanto implicitamente disposto nel § 12 I 2 AktG), sul presupposto che tali regole non siano atte a fondare, esse sole, una categoria di azioni; cfr. già R. VON GODIN, H. WILHELMI, sub § 134, op. loc. ult. cit.; U. IMMENGA, *Grenzen einer nachträglichen Einführung von Stimmrechtsbeschränkungen*, in *BB*, 1975, p.1044; T. BAUMS, *Höchststimmrechte*, in *AG*, 1990, p.231; più di recente U. HÜFFER-KOCH, sub §134, op. ult. cit., Rn. 14; S. GRUNDMANN, sub §134, op. ult. cit., p. 395.

<sup>(16)</sup> In questo senso v. V. SANTORO, sub art. 2351 c.c., in *La riforma delle società. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003*, n. 6, vol. I, a cura di Sandulli e Santoro, Torino, 2003, p. 151 e A. BLANDINI, *Le azioni a voto limitato nella riforma*, op. cit., p.483. Nello stesso senso è orientata anche la dottrina francese (cfr. *ex multis*, A. COURET, *Le plafonnement du*

Se questi, in estrema sintesi, erano i termini della discussione in dottrina in merito alla qualificazione del voto scalare, è interessante verificare se e come le predette soluzioni interpretative siano echeggiate anche nel dibattito sulla qualificazione dell'istituto - assai simile, sul piano della sua conformazione morfologica - della maggioranza del voto. In questo modo, sarà possibile affrontare e risolvere alcuni dei comuni problemi di disciplina e di carattere sistematico che emergono dall'analisi delle due fattispecie in modo unitario e coerente.

### 3. La disciplina della maggioranza del voto (art. 127 quinquies): ulteriori spunti per la qualificazione della condizione "personale" nel voto del socio di s.p.a.

Come è noto, con la l. 11 agosto 2014, n. 116 il legislatore italiano, sulla scia delle scelte di alcuni legislatori europei <sup>(17)</sup>, ha introdotto un articolata disciplina dell'istituto della maggioranza del voto

---

*droit de vote dans les sociétés anonymes*, in *Droit et patrimoine*, 1993, p. 50 ss.; R. KADDOUCH, *Le clause statutaire de plafonnement des voix*, in *JCP E*, 2005, p. 656 ss.) in ragione del chiaro disposto dell'art. L-225-125 che prescrive « Les statuts peuvent limiter le nombre de voix dont chaque actionnaire dispose dans les assemblées, sous la condition que cette limitation soit imposée à toutes les actions sans distinction de catégorie, autres que les actions à dividende prioritaire sans droit de vote ».

<sup>(17)</sup> I principali ordinamenti continentali che hanno adottato una specifica disciplina di rafforzamento del voto degli azionisti "fedeli" sono – in ordine cronologico – quello francese, italiano, belga e spagnolo. Ci si limita qui a descrivere i tratti salienti e le principali differenze tra le discipline, rinviando al proseguo della trattazione l'approfondimento dei profili più specifici.

Nell'ordinamento francese l'art. L.225-123 ammette per tutte le società per azioni l'attribuzione di un voto doppio a tutte le azioni nominative, integralmente liberate ed iscritte nel libro soci a nome di uno stesso soggetto da almeno due anni. Con la riforma del 29 Marzo 2014 c.d. *Loi Florange* (l.2014-384) la maggioranza del voto è divenuta la regola di *default* per le società quotate, salvo la decisione di ritorno al sistema *one share-one vote*, da adottarsi con maggioranza di almeno i due terzi del capitale. Per un commento sulla normativa e una ricognizione dell'evoluzione dell'istituto della maggioranza del voto nel sistema francese si rimanda a A. COURET, *Le retour du débat sur le droit de vote double*, *JCP E*, 2013, p. 1518 ss.; D. MARTIN – K. ANGEL, *L'instauration d'un droit de vote double automatique: une ambition à la Pyrrhus ?* *JCP E*, 2014, p. 1044 ss.; M. GERMAIN – V. MAGNIER, *Les sociétés commerciales*, Issy-Les-Moulineaux, 2017, p.375 ss. e P. MERLE, *Sociétés commerciales*, cit., p.391 s. Si noti altresì che nell'ambito delle *actions de préférence* (cfr. art. L.228-11), ovvero le azioni dotate di particolari diritti, in positivo o in negativo, di qualsiasi natura, l'art. L. 225 – 123 (richiamato dalla prima norma menzionata) è considerata dalla dottrina maggioritaria norma generale in tema di voto multiplo e, pertanto, i relativi limiti dovranno essere rispettati in tutte le s.p.a. (tranne che nelle *sociétés par actions simplifiées*); in questo senso v. A. VIANDER, *Les actions de préférence*, In *JCP E*, 2004, p. 1531; P. LEDOUX, *La nature de la préférence*, in *Bull. Joly Soc.* 2006 n. 11, p. 1230 ss.

In Belgio, con il Decreto Reale del 29 Marzo 2019 è stata approvata un importante riforma del "Belgian Code on Companies and Associations" ('BCCA') che ha tra le altre novità introdotto per le Société anonyme (SA)/Naamloze vennootschap (NV) non quotate la possibilità di emettere azioni a voto plurimo senza limiti di voto (oltre ad azioni prive del diritto di voto, o a voto condizionato o limitato), mentre per le società quotate è prevista all'art. 7:53 la possibilità di introdurre un sistema di maggioranza del voto per gli azionisti fedeli. A differenza dell'ordinamento francese la regola di *default* è la regola *one share-one vote* e l'*opt in statutario* per passare al sistema di maggioranza del voto per le SA quotate è dei due terzi del capitale più un'azione (con una specifica soglia prevista inferiore a quella generale per la modifica dello statuto collocata in corrispondenza dei tre quarti del capitale più un'azione). V. per un commento anche

all'art. 127- *quinquies*, che, affiancandosi all'art. 127 *quater* T.u.f., compone quello che è stato definito in dottrina come lo “*statuto normativo dell'investitore di lungo periodo*”<sup>(18)</sup>.

L'obiettivo del legislatore, in superficie, era quello di incentivare l'investimento di lungo termine nel mercato italiano per contrastare gli effetti distorsivi dello *short termism*; nella sostanza il meccanismo della maggiorazione del voto si rivela però uno strumento di rafforzamento “a costo zero” della posizione degli azionisti di maggioranza, fisiologicamente quelli più portati ad avere un'ottica di investimento di lungo periodo, specie nel capitalismo italiano costellato, come è noto, da imprese a controllo familiare. La novella legislativa aveva, dunque, anche lo scopo di tutelare l'economia italiana dalla pressione competitiva di altri ordinamenti più liberali in materia di alterazione del principio *one share - one vote*<sup>(19)</sup>. L'obiettivo di stimolare l'ottica di *long termism*

---

sulle tematiche giuridiche A. DUBOIS, *Introduction of Loyalty Shares in the Belgian listed companies, a real game changer?* 2019, disponibile online al link <http://hdl.handle.net/2078.1/thesis:20981>.

In Spagna la legge 5/2021, del 12 aprile, ha modificato la *Ley de Sociedades de Capitales* ("LSC") introducendo agli artt. 527 *ter* – 527 *undecies* una disciplina, per usare gli stessi termini della Legge 5/2021, delle "azioni con un doppio voto aggiuntivo di fedeltà" (art. 527 *ter* LSC), che va a costituire la terza eccezione ammissibile nell'ordinamento spagnolo al principio di proporzionalità *one share-one vote* (le altre sono le azioni prive di voto regolate agli artt. 98 ss. e 458 ss. LSC e il voto scalare o per tetti regolato all'art. 188, terzo comma LSC). Si tratta di azioni che attribuiscono un doppio voto al loro titolare, alla condizione che egli mantenga la titolarità delle azioni ininterrottamente per due anni consecutivi dalla data di iscrizione nell'albo speciale che deve essere istituito dalle società quotate che volontariamente scelgano di inserire la clausola di maggiorazione nel proprio statuto. Anche qui, affinché le azioni attribuiscono un voto doppio, queste devono essere interamente liberate. L'art. 527 *quater* LSC prevede una maggioranza rafforzata per la sua adozione: sarà necessario il voto favorevole di almeno il sessanta per cento del capitale presente o rappresentato in assemblea se intervengono azionisti che rappresentino almeno il cinquanta per cento del capitale sociale con diritto di voto, oppure il voto favorevole del settantacinque per cento del capitale presente o rappresentato se vi sono azionisti che rappresentino il venticinque per cento o più del capitale. Per dei primi commenti sulla normativa spagnola si vedano I. FERNÁNDEZ LARREA, "El mecanismo de voto doble en las sociedades cotizadas: las `acciones de lealtad`", *La Ley Mercantil* 2020, p. 75 ss. e I. FERNÁNDEZ TORRES, "El voto adicional por lealtad, una aproximación crítica a la propuesta de reforma de la Ley de Sociedades de Capital", in *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 2021, p. 161 ss.

Tra le altre importanti differenze è interessante notare che in Belgio il doppio diritto di voto è concesso per le azioni interamente liberate detenute per almeno due anni o più *prima* della modifica degli statuti. Ciò significa si potrà considerare retroattivamente la fedeltà pregressa di questi (diversamente dall'Italia, dove ciò è possibile, ma solo se l'introduzione della maggiorazione sia avvenuta durante il procedimento di quotazione, cfr. comma 7 art. 127-*quinquies* Tuf e dalla Francia e dalla Spagna). Un'altra importante peculiarità della disciplina belga rispetto a quella italiana, francese e spagnola è la mancata perdita del beneficio della maggiorazione in caso di cambio del controllo di una società che detiene azioni a voto maggiorato, nonché la mancata incisione della maggiorazione ai fini del calcolo delle soglie rilevanti per l'obbligo di offerta al pubblico.

<sup>(18)</sup> U. TOMBARI, "Maggiorazione del dividendo" e "maggiorazione del voto": verso uno "statuto normativo" per l'investitore di medio-lungo periodo, in *Principio capitalistico. Quo vadis?* a cura di Briolini, 2016, Torino, p. 179.

<sup>(19)</sup> È stata invece eliminata dal D.L n. 34 del 19 Maggio 2020 c.d. ("Decreto rilancio") la possibilità per le società già quotate di emettere azioni a voto plurimo. Sul dibattito relativo alle questioni accennate nel testo si rimanda ai lavori di 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, *passim*; U. TOMBARI, "Maggiorazione del dividendo" e

degli investitori istituzionali (già di per sé solitamente avversi ad alterazioni della proporzionalità capitalistica) sembra peraltro contraddetto dallo stesso art. 127-*quinquies*, comma ottavo T.u.f., laddove precisa che la maggiorazione del voto non ha effetto sul computo delle aliquote di capitale a cui sono correlati i diritti della minoranza, così eliminando in radice un efficace incentivo all'assunzione di un loro ruolo attivo nel *monitoring* sulla gestione.

Per quanto più interessa ai nostri fini (analizzare l'istituto dal punto di vista sistematico più che giuspolitico) è subito il caso di ribadire che entrambi gli istituti presentano, sul piano morfologico, evidenti affinità con il sistema di voto scalare: anche nel caso della maggiorazione del voto e del dividendo la regola è infatti riferita indistintamente ad ogni azione che compone il capitale sociale e, parimenti, l'attecchirsi del diritto di voto (e al dividendo) dipende dalla "condizione personale" del socio possessore delle azioni.

In questa sede, come poc'anzi accennato, ci si focalizzerà sul diritto di voto e dunque sull'art. 127 *quinquies* Tuf, ove sembra senz'altro scorgersi rispetto all'art. 2351, comma terzo cod.civ. il medesimo problema interpretativo di ricostruire come si contraddistingua sul piano morfologico la peculiare regola di maggiorazione del voto. E certo non stupisce rilevare che, analogamente al dibattito sul voto scalare, il convincimento maggioritario in dottrina si sia orientato in favore di una ricostruzione "personalistica" della fattispecie <sup>(20)</sup>. Si ritiene prevalentemente, infatti, che il

---

"maggiorazione del voto", *op. ult. cit.*, p. 180 ss.; P. MONTALENTI, *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, in *Giur. comm.*, 2015, I, p. 222 ss.; E. BARCELLONA, *sub 127 quinquies*, in *Le società per azioni*, t. II, diretto da Abbadessa e Portale, 2016, Milano, p. 3953 ss.; P. G. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, in *Riv. Soc.* 2015, 2-3, p. 448 ss.; P.G. MARCHETTI - C. MOSCA, *Note sparse sulle loyalty shares*, in *Riv. soc.*, 2018, 5-6. p. 1549 ss.; L. GARAVOGLIA, *Alcune considerazioni in tema di loyalty shares*, *ivi*, p. 1557 ss.; C. MOSCA-F. GHEZZI, *Le azioni a voto multiplo nella Segnalazione dell'Autorità antitrust, tra competizione regolatoria, stabilizzazione del controllo e "longtermismo"*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 642 ss.; E. RIMINI, *Il voto multiplo alla prova dei fatti, guardando oltre alla crisi Covid*, in *Giur. comm.*, 2022, III, p. 393 ss. per delle indagini statistiche v. E. CROCI, E. BAJO, M. BARBI, M. BIGELLI, *Bolstering family control: Evidence from loyalty shares*, *Journal of Corporate Finance*, 65, 2020 reperibile online al link [https://ecgi.global/sites/default/files/working\\_papers/documents/bajobarbibigellicrocifinal.pdf](https://ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/bajobarbibigellicrocifinal.pdf); G. MOSCO, *Voto maggiorato: prime verifiche d'effettività e prospettive di riforma*, in *Luiss Law Review*, 2/2019, p.21 ss.

<sup>(20)</sup> In questo senso, tra i molti, E. BARCELLONA, *sub 127 quinquies*, *op. cit.*, p. 3963, il quale afferma che «il voto maggiorato è certamente un beneficio soggettivo dell'azionista, non già un diritto oggettivo dell'azione (corsivo dell'autore)»; P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, *op. cit.*, p. 452 ss., secondo cui « la maggiorazione di voto non riguarda la struttura dei diritti portati dalle azioni, le caratteristiche dell'azione »; secondo G. GUIZZI, *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corr.Giur.*, 2015/II, p.157, «è una prerogativa individuale dell'azionista che soddisfi il requisito, e non una caratteristica intrinseca della partecipazione »; secondo M. BIONE, *Il principio di corrispondenza tra rischio e potere e le azioni a voto plurimo: notarelle sul tema*, in *Giur. Comm.*, 2015, I, p. 276, «la maggiorazione del voto non entra a far parte del contenuto oggettivo dell'azione in quanto tale, ma è legata alla persona del socio e alla continuità della detenzione»; nello stesso senso anche U. TOMBARI, *"Maggiorazione del dividendo"*, *op. ult. cit.*, p. 183; E. MARCHISIO, *"La maggiorazione del voto" (art. 127-quinquies T.u.f.): récompense al socio "stabile" o truceage del socio di controllo?*, in *Banca e Borsa*,



“beneficio” (= l’incremento del diritto di voto da uno a due – o la diversa soglia percentuale delimitata entro i due termini – voti per azione *detenuta* per almeno ventiquattro mesi) sia attribuibile soggettivamente all’azionista e non (“cartolarmente”) all’azione, incidendo infatti sul mero piano della *legittimazione* al voto (in questo caso, per così dire, “rafforzata”) del primo e non intaccando invece il “contenuto” della seconda. In questo senso, del resto, sembrerebbe deporre pleonasticamente l’art. 127 *quinquies* T.u.f., comma quinto, allorché precisa che «le azioni cui si applica il beneficio previsto dal comma uno non costituiscono una categoria di azioni sensi dell’art. 2348 del codice civile».

Non sono mancate, tuttavia, diverse opinioni - in realtà espresse con riguardo alla diversa fattispecie del dividendo maggiorato ma con argomenti che sembrano del tutto sovrapponibili anche per il voto maggiorato - improntate su una diversa prospettiva di ricostruzione sistematica che propendono per una diversa qualificazione degli istituti della maggiorazione del dividendo. Secondo un noto autore, in sostanziale continuità con le (minoritarie) posizioni prima richiamate in tema di qualificazione del voto scalare, il diritto al dividendo maggiorato andrebbe infatti (in linea d’altronde con il tenore letterale dell’art. 127-*quater* T.u.f., primo comma: «ciascuna azione [...] *attribuisce* il diritto ad una maggiorazione») <sup>(21)</sup> concettualmente riconosciuto all’azione, e non già invece direttamente all’azionista che si trovi nella condizione indicata dalla norma <sup>(22)</sup>. Nella sostanza, quindi, il beneficio della maggiorazione del dividendo potrebbe essere ricondotto entro il perimetro del contenuto della partecipazione azionaria e non inciderebbe, invece, (solo) sul piano della legittimazione all’esercizio del diritto del socio <sup>(23)</sup>.

---

2015, I, p.80 s.; C.F. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo. Questioni generali e applicative.*, in *Giur. comm.*, 2015/I, p. 788; I. POLLASTRO, *Il voto condizionato nelle società di capitali*, Milano, 2021, p. 136.

<sup>(21)</sup> L’art. 127 *quinquies* T.u.f. afferma al primo comma che «gli statuti possono disporre che il voto sia attribuito *per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto*».

<sup>(22)</sup> G.A. RESCIO, *Clausole di maggiorazione del dividendo nell’evoluzione del sistema delle società azionarie*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali*. Studi di onore di G.E. Colombo, Torino, 2011, p. 281 ss., il quale richiama l’opinione in questo stesso senso del Libonati, nell’ambito della relazione orale svolta nel convegno “*La riforma del diritto del diritto societario: un primo bilancio*” in Monte Porzio Catone, 9-10 aprile 2010, a cura dell’associazione Gian Franco Campobasso e dell’Università di Roma “Tor Vergata”.

<sup>(23)</sup> Si noti, peraltro, che in riferimento alla fattispecie del diritto al dividendo maggiorato, immaginare un meccanismo binario di allocazione del privilegio nel dividendo sulla falsariga di quello sostenuto dalla dottrina maggioritaria per la maggiorazione del voto (*id est* diritto al dividendo attribuito all’azione e legittimazione del socio fedele alla sua riscossione privilegiata in caso di soddisfazione delle condizioni stabilite dallo statuto) trova un serio ostacolo logico nella circostanza in cui, già deliberata la distribuzione del dividendo, il socio che abbia maturato il diritto alla maggiorazione decida poi di alienare le sue azioni. In questo caso, nel silenzio della legge (ed eventualmente anche dello statuto) appare certamente più convincente la tesi per cui il diritto al dividendo maggiorato maturato con la delibera di distribuzione degli utili rimanga vincolato alle azioni. Per una persuasiva dimostrazione in questa direzione, attenta alle ricadute pratiche e ai problemi che potrebbero manifestarsi in caso di adesione alla tesi “personalistica” v. ancora G.A. RESCIO, *ult. op. cit.*, p.283 ss.

Ebbene, seguendo questo indirizzo interpretativo e applicandolo nell'ambito del diritto di voto, si arriverebbe ad ammettere che la maggiorazione di cui all'art. 127 *quinquies* T.u.f., altro non sarebbe che una *species* del *genus* delle azioni a voto plurimo, nello specifico, quella delle azioni a voto plurimo condizionato di cui all'art. 2351, comma quarto. A rigore, inoltre, l'unica *species* del *genus* delle azioni a voto plurimo che le società con titoli quotati in mercati regolamentati possano emettere dopo l'avvio del procedimento di quotazione (*ex art. 127 sexies* T.u.f.). Non si avvertirebbe, allora, neanche qui, nessuna separazione concettuale tra l'intensità del voto attribuito dall'azione e il potere di voto spettante all'azionista "fedele".

Ciò su cui occorre riflettere con attenzione con riguardo alla fondatezza di quest'ultima tesi non è tanto (come sembrerebbe poter rilevare nell'inversa ipotesi dell'art. 2351, comma terzo, ove le azioni a voto condizionato sembrano confinate dal tenore letterale dalla disposizione entro il limite della metà del capitale sociale) il problema di concepire un intero capitale composto da azioni a voto plurimo condizionato (e del resto, trattandosi di un evento di natura soggettiva, non si avrebbe neppure un'alterazione realmente "stabile" della proporzionalità dell'assetto partecipativo)<sup>(24)</sup>, e neppure il divieto di subordinazione del diritto di voto a una condizione meramente potestativa (di cui all'art. 2351, commi secondo e quarto)<sup>(25)</sup>, quanto piuttosto il problema di coordinare la

---

<sup>(24)</sup> Intorno al carattere della "stabilità" nell'ambito dell'alterazione del principio capitalistico mediante la tecnica di diversificazione dei voti in base alla condizione soggettiva dei soci si rinvia al p. 4.

<sup>(25)</sup> Sembra infatti con sicurezza potersi osservare che la fattispecie della detenzione continuativa delle azioni non sia attratta nel divieto di subordinare il voto a una condizione meramente potestativa di cui all'art. 2351, commi secondo e quarto. Guardando anche solo al dibattito civilistico sulla nozione di mera potestà (e anche a tacere della diversità di interessi che contraddistingue la condizione nel contratto e nella società su cui v. G. LA SALA *Principio capitalistico e voto non proporzionale*, *op. cit.*, pp.74 ss.) e se si aderisce all'orientamento maggioritario in dottrina (v., per tutti, E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, terza ristampa della 2. ed., Torino, 1960, p. 534, secondo il quale la mera potestà si avrebbe quando l'evento oggetto della condizione sospensiva subordinata alla manifestazione di volontà dell'alienante dipenda da «fatti volontari, il cui compimento o la cui omissione non dipenda da seri e apprezzabili motivi, ma sia normalmente indifferente, in quanto non sogliono importare, per chi li compie, nessun sacrificio» e P. RESCIGNO, in *Trattato dei contratti, I contratti in generale*, II, a cura di Gabrielli, Torino, 2006, p. 795, il quale parimenti fa leva sull'indifferenza del sacrificio derivante dall'atto o dall'omissione per la parte chiamata ad esercitare la potestà) e in giurisprudenza (v. sulla stessa linea, tra le tante, Cass. 24 maggio 2007, n. 11774 e già Cass. 24 febbraio 1983, n. 1432) è agevole avvedersi che la scelta sul mantenimento delle azioni per un dato arco temporale (così come del resto del mantenimento o meno di una certa soglia di partecipazione al capitale), pur ovviamente *potestativa*, non potrebbe mai invece essere considerata arbitraria, poiché non è certamente indifferente per il socio decidere se vendere o meno le azioni, poiché questa è certamente una scelta caratterizzata da profili di serietà, quali *primis* la valutazione del rischio-rendimento del suo investimento. A ben vedere, inoltre, anche la scelta se iscrivere o meno le azioni che abbiano anche maturato il *vesting period* statutario è una scelta che in alcuni casi potrebbe rivelarsi non scontata e automatica, in considerazione del rischio del superamento delle soglie rilevanti per l'o.p.a. obbligatoria, su cui si rimanda *infra* alla nt. 33. C. BIANCA, *Diritto civile, Il contratto*, III ed., Milano, 2019, p. 500, critica gli autori menzionati per il fatto che i criteri interpretativi da questi adottati per la definizione della nozione di mera potestà sarebbero «estranei alla previsione legislativa» dell'art. 1355 c.c. » e precisa poi che si avrebbe condizione potestativa non mera quando l'avveramento dell'evento «non dipende

fattispecie con il rilievo (almeno tendenzialmente) atomistico e oggettivo (nel senso di centro di imputazione esclusivo e unità di misura dei diritti in cui si compendia la partecipazione azionaria) dell'azione <sup>(26)</sup>).

Nella fattispecie del voto maggiorato l'effetto di "personalizzazione" delle regole sociali sembra, infatti, essere ancora più marcato che in quella del voto per tetti o scalare. Qui, infatti, l'intensità del diritto viene a dipendere da una condizione personale riferita al socio indeterminato che prescinde dal *numero* delle azioni possedute (o comunque dalla soglia di capitale, espressa in termini percentuali oppure nominali, a cui è collegato il tetto o lo scaglione). In caso di introduzione di una clausola di maggiorazione del voto viene "consacrata" la rilevanza statutaria di un interesse tipicamente *personalistico*, il differente orizzonte temporale di investimento, quale parametro distributivo del diritto di voto.

Nel caso si propendesse per la qualificazione del voto scalare come azioni a voto condizionato la natura "atomistica" ed "oggettiva" (di "unità di misura") dell'azione sembra, del resto, potersi conservare, perlomeno indirettamente poiché, sul piano concettuale, ogni azione incorporerebbe il diritto di concorrere con le altre al raggiungimento della soglia di capitale a cui è collegato l'azionarsi di uno scaglione, sicché il realizzarsi della condizione determinerebbe una eguale contrazione della forza di voto di ciascuna singola azione <sup>(27)</sup>. Questa opzione interpretativa nella sostanza ricalca, del resto, la prospettiva di alcuni autori assunta al fine di spiegare alla luce della concezione "*atomistica*"

---

da una manifestazione di volontà ma da una *azione*, (...) e la giustificazione della distinzione è data da ciò, che qui la parte si riserva una libertà di scelta in ordine alla sua azione che è preminente rispetto all'interesse della controparte». Anche seguendo questa diversa tesi, ci si avvede che la scelta di introdurre il voto maggiorato rappresenterebbe la consacrazione da parte dello statuto della preminenza nelle delibere assembleari degli interessi dei soci di lungo periodo, premiati per l'"azione" di mantenere (e iscrivere nell'apposito elenco) le azioni da questi detenute per tutto il *vesting period* definito in statuto nell'apposito elenco. Dunque, anche per questa via, il divieto di subordinazione del voto a condizioni non meramente potestative verrebbe rispettato.

<sup>(26)</sup> Si rimanda al cap. 1 p.2 per i rilievi critici sull'effettivo rilievo della concezione atomistica nella definizione delle caratteristiche tipologiche della partecipazione azionaria e sulla funzione di unità di misura della partecipazione.

<sup>(27)</sup> Nel caso di un socio che possiede 60 azioni, di un capitale di 100 di una s.p.a., in cui lo statuto prevede uno scaglione di voto in corrispondenza della trentesima posseduta fino alla sessantesima, tale da dimezzare la forza di voto delle azioni eccedenti la suddetta soglia, il diritto di voto spettante a ogni azione sarebbe pari a 0.75 voti per azione. V. diversamente però G. LA SALA, *Principio capitalistico*, op.cit., spec. p.86 ss. e 198 s., secondo il quale l'effetto dell'avveramento della condizione si ripercuoterebbe solo sulle azioni sopra-soglia, con riferimento alle quali il socio perderebbe, pur temporaneamente, la titolarità del voto. Questa tesi non è persuasiva poiché laddove assume che tutte le azioni siano sottoposte alla medesima condizione, l'avveramento di questa dovrebbe logicamente ripercuotersi in modo paritario su ciascuna delle azioni. Propende per la qualificazione del voto scalare segnalata nel testo, pur nell'ambito delle cooperative, E. CUSA, *Il socio finanziatore nelle società cooperative*, Milano, 2006, p. 299 ss.

la pur diversa <sup>(28)</sup> fattispecie dei c.d. diritti di quota o della minoranza <sup>(29)</sup>.

La sensazione di un più accentuato effetto di “personalizzazione” legato alla disciplina dell’art. 127 *quinquies* T.u.f., si rafforza, in particolare, se si considera la regola (oggetto di un possibile *opt in* statutario) di automatica estensione della maggiorazione del voto alle azioni di nuova emissione in un aumento di capitale mediante nuovi conferimenti di cui all’ art. 127 *quinquies* T.u.f., quarto comma <sup>(30)</sup>. In quest’ultimo caso, è interessante infatti notare che la legge consente allo statuto la possibilità di considerare la “fedeltà pregressa” dell’azionista (al di fuori dell’espressa eccezione del settimo comma dell’art. 127 *quinquies* Tuf.) al fine della proporzionale estensione <sup>(31)</sup> della maggiorazione di voto alle azioni di nuova emissione, sicché, in tal caso, l’ammontare della forza di voto di queste varia in modo immediato e disomogeneo da socio a socio in virtù di una condizione personale già (possibilmente) realizzata e non, invece, realizzabile, *ex ante*, a partire dal

---

<sup>(28)</sup> La diversità tra i diritti di quota e il tetto di voto si identifica nel fatto che nei primi la situazione soggettiva stessa (sempre che di situazione soggettiva si possa parlare, v. nt. successiva) si “origina” nel momento in cui il socio (o un gruppo di questi cumulativamente considerati) integri(no) la soglia di capitale richiesta, mentre al nel caso del voto non proporzionale il diritto di voto attribuito dalle azioni nel caso in cui il socio che le possieda abbia una partecipazione inferiore alla soglia di capitale presa a riferimento dallo statuto come tetto o scaglione rimane invariato, poiché l’incremento o decremento di questo è meramente eventuale, a seconda del diverso atteggiarsi della condizione personale dei soci che man mano si trovano a possedere le azioni.

<sup>(29)</sup> Secondo un noto orientamento, l’azione, anche nel caso della fattispecie dei diritti di quota, non perderebbe del tutto la sua funzione di termine di imputazione delle situazioni soggettive sociali poiché ogni azione posseduta comunque attribuirebbe una frazione (variabile in funzione delle altre azioni detenute dal socio o dal gruppo di soci cumulativamente) del raggruppamento azionario (*rectius* della soglia di partecipazione al capitale) voluto dalle legge o prescelto dallo statuto; in questo senso v. già G.L. PELLIZZI, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, op. cit., p.159 e, più di recente, M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, op. ult. cit., p. 601, nt. 21. Per una diversa ricostruzione si veda C. ANGELICI, *Le azioni, in il Codice Civile. Commentario* diretto da Schlesinger, Milano, 1992, p.71, il quale avanza dubbi sulla loro stessa natura di situazioni soggettive, traendone spunto dalla loro non automatica trasmissibilità nelle vicende circolatorie. L’autore ha infatti modo di concludere che *i poteri corrispondenti ai diritti di quota di cui stiamo discorrendo non sono in effetti di per sé suscettibili di trasferimento, ma debbono essere intesi come spettanti a titolo originario a chi si trova nella situazione descritta dalla norma; il che rende ancora maggiormente opinabile una loro costruzione in termini di situazioni giuridiche soggettive. Ne risulta inoltre, in termini più ampi, una prospettiva per la quale oggetto di trasferimento e acquisto sono di per sé soltanto le singole unità azionarie, atomisticamente considerate appunto, e non la quota che nel loro insieme eventualmente costituiscono*” e già prima, manifestando il dubbio (sia pur poi sciolto in senso negativo) che la vicenda dei diritti di quota potrebbe risolversi solo sul piano oggettivo delle regole che disciplinano l’attività sociale, F. D’ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, Milano, 1968, Giuffrè, p.127. Si ricorda, infine, la peculiare posizione volta a valorizzare con riguardo ai diritti della minoranza la “quota”, G.B. FERRI, *Le società*, op. cit., p.466 (su cui rimanda al primo cap. alla nt. 6).

<sup>(30)</sup> È prevista imperativamente, comprensibilmente, l’automatica l’estensione della maggiorazione nel caso dell’aumento con passaggio di riserve al capitale *ex art.* 2442 c.c., poiché, trattandosi di una mera operazione di riorganizzazione contabile, i soci “fedeli” verrebbero in caso contrario ingiustificatamente diluiti.

<sup>(31)</sup> L’avverbio «proporzionalmente» sembra dover essere interpretato nel senso che la maggiorazione vada attribuita non a tutte le azioni che un socio possa sottoscrivere in sede di aumento ma solo a una percentuale di queste esattamente coincidente con la percentuale delle azioni già detenute dal socio che abbiano già maturato il *vesting period*. cfr. E. BARCELONA, *sub art. 127 quinquies T.u.f., cit.*, p. 3986 s.

perfezionamento dell'aumento del capitale, in modo paritario per tutti i soci <sup>(32)</sup>.

Ad ogni modo, in direzione contraria, nel senso di mitigare sul piano concettuale il rilievo della condizione personale del socio che certamente traspare nel problema della qualificazione del voto maggiorato (nonostante quindi il contrasto, per così dire, quasi “ossimorico” con la nozione tradizionale di fattispecie azionaria che verrebbe a delinarsi con un simile accostamento), potrebbe, invece, militare, in effetti, l'argomento per cui, in caso di acquisto in diversi momenti temporali di distinti pacchetti azionari da parte di uno stesso socio, la forza di voto varia da ciascuna azione ad altra in funzione della diversa anzianità partecipativa di ognuna di queste, potendosi così osservare anche in questo caso la vicenda alla luce di una prospettiva, in senso lato, “atomistica”. La maggiorazione del voto viene, infatti, attribuita per «ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto» che, a partire dalla data di iscrizione nell'elenco di cui al secondo comma dell'art. 127-*quinquies* T.u.f. <sup>(33)</sup> (rimessa pur sempre alla volontà del socio), abbia maturato il *vesting period* statutario, e viene persa in caso di «cessione dell'azione». Il tenore letterale sembra, dunque, inequivocabilmente segnalare che il beneficio della maggiorazione sia da attribuirsi in ragione della detenzione continuativa, senza interruzione, dei *medesimi* titoli che compongono la partecipazione azionaria, e non solo del mantenimento della stessa quota complessiva di partecipazione al capitale <sup>(34)</sup>.

---

<sup>(32)</sup> È presumibile, nella maggior parte dei casi, che gli statuti optino per l'automatica estensione del beneficio della maggiorazione anche in virtù del fatto che i soci di maggioranza che lo abbiano già conseguito, potrebbero essere riluttanti, per evitare il rischio di diluizione, a deliberare successivi aumenti di capitale. Per altro verso, la scelta di rinviare la decisione in sede di delibera dell'aumento sembra scontare un rischio di manovre opportunistiche della maggioranza, particolarmente accentuato nel caso di esclusione del diritto di opzione a favore di un socio preesistente, a meno di ritenere in quest'ultima ipotesi che le azioni rinvenienti in sede di aumento di capitale non possano conseguire in nessun caso il beneficio della maggiorazione. Cfr. E. BARCELLONA, *ult. cit.* p.3897 s.

<sup>(33)</sup> L'elenco costituisce parte del libro soci e deve comporsi di due sezioni (cfr. art. 143 *quater* Regolamento Emittenti e artt. 23 *bis* ss. Provvedimento Congiunto Consob-Banca d'Italia). La prima deve contenere almeno i) i dati identificativi degli azionisti che hanno richiesto l'iscrizione; ii) il numero di azioni iscritte con l'indicazione dei trasferimenti e dei vincoli; iii) la data in cui è conseguita la maggiorazione del voto. La seconda deve includere i) i dati identificativi degli azionisti che hanno conseguito la maggiorazione; ii) il numero delle azioni con voto maggiorato con l'indicazione dei trasferimenti e dei vincoli, nonché degli atti di rinuncia; iii) la data in cui è conseguita la maggiorazione del voto.

Qualora vi siano stati acquisti di azioni in momenti diversi e vi sia un trasferimento che non riguardi l'intero pacchetto azionario detenuto da un socio, al fine di individuare quali azioni debbano essere rimosse dall'elenco si deve adottare il criterio c.d. Lifo (*Last in, first out*), cfr. art. 23 *bis*, comma settimo Provvedimento Congiunto Consob – Banca d'Italia e ASSONIME, *Azioni a voto plurimo e maggiorato*, Circolare, n. 10/2015, p. 60.

<sup>(34)</sup> In questo senso, pur con riguardo alla maggiorazione del dividendo, cfr. M. STELLA RICHTER JR., *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, p. 100, pubblicato anche in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti. Liber discipulorum*, Milano, 2011; v. però *contra* E. MARCHISIO, “*La maggiorazione del voto*”, *op. cit.*, p. 99 ss., il quale ritiene che nel caso la cessione e il riacquisto dei titoli avvenga in modo tale che la partecipazione complessiva dell'azionista non scenda mai al di sotto di una certa soglia, la maggiorazione del voto del voto andrebbe comunque attribuita a tale quota di partecipazione al capitale.

Il realizzarsi dell'evento oggetto della condizione è distinto per ogni azione, a differenza del caso del voto per scaglioni o per tetti ove, invece, – sempre che si segua la tesi che ricostruisce la fattispecie in parola come diritti condizionati dell'azione – l'avveramento dell'evento (il superamento della soglia prefissata in statuto) produce necessariamente una eguale e simultanea contrazione del voto di tutte le azioni. Nella maggiorazione del voto, allora, potrà ben darsi il caso di un socio che possiede alcune azioni che attribuiscono un voto doppio insieme ad altre che veicolano un voto singolo (senza che a questa differenza consegua ovviamente la fondazione di categorie azionarie).

Il medesimo effetto (e se si vuole, un altro momento di rilevanza “atomistica”) si manifesta, del resto, anche qualora la rinuncia alla maggiorazione del voto avvenga *parzialmente* solo con riferimento ad una parte delle azioni che hanno conseguito la maggiorazione del voto (cfr. art. 127-*quinquies*, comma T.u.f.), come in molti casi è ben possibile che avvenga, specie qualora per effetto del rafforzamento del voto di quelle azioni vengano sorpassate le soglie rilevanti per l'obbligo di offerta pubblica di acquisto di cui all'art. 106 T.u.f. <sup>(35)</sup>).

Per altro verso, all'argomento critico tradizionalmente utilizzato da chi suole criticare la tesi della riconducibilità sul piano morfologico della regola della maggiorazione del voto al perimetro contenutistico della partecipazione azionaria - ovvero la perdita della maggiorazione in caso di

---

<sup>(35)</sup> In Italia la scelta del legislatore è stata infatti quella di ritenere rilevante, ai fini del sorgere dell'obbligo di opa obbligatoria nelle società con azioni a voto maggiorato, il superamento della soglia del 30% calcolata secondo il criterio del peso dei diritti di voto disponibili in capo a un azionista rispetto al totale dei voti complessivi (cfr. combinato disposto art. 106 T.u.f. e art. 44-*bis*, comma primo Regolamento Emittenti), salvo che il superamento di tale soglia sia avvenuto per una riduzione del numero totale dei voti complessivi conseguente alla perdita del beneficio della maggiorazione da parte di altri azionisti (cfr. art. 49, comma primo, lett. *d bis* prima parte Regolamento Emittenti), a meno che, in quest'ultimo caso, il superamento, per effetto di previ acquisti effettuati anche di concerto, sia comunque superata la soglia del 30% calcolata però secondo il criterio del “capitale” e non dei diritti di voto (art. 49, comma primo, lett. *d bis* seconda parte). In Spagna la Legge 5/2021 ha previsto che “i voti di fedeltà saranno comunque presi in considerazione ai fini (...) del regolamento sulle offerte pubbliche ...” (nuovo art. 527 *quinquies*, sezione 2, LSC), per un commento v. J. GARCIA DE ENTERRIA, *Spanish Loyalty Shares: Effects on the General Shareholders' Meeting, on Takeover Bids and on Significant Holdings (May 1, 2021)*, Ibero-American Institute for Law and Finance, Working Paper 1/2022, p.6 ss. Anche in Francia, la *Loi Florange* (integrata poi dalla c.d. *Loi Macron*, L.2015-990) ha specificato che la soglia dell'offerta obbligatoria deve essere calcolata tenendo conto delle azioni e dei diritti di voto detenuti, salvo l'esclusione dall'obbligo di offerta per chi abbia aumentato i diritti di voto in conseguenza della maggiorazione se tale aumento è compensato da una riduzione delle azioni detenute, per consentire agli azionisti - e in particolare allo Stato francese, principale beneficiario di tale regime - di dismettere una parte delle proprie azioni senza pregiudicare il proprio potere di voto), v. per un commento A. PIETRANCOSTA, *The Latest Reform of French Takeover Law: The “Florange Act” of March 20, 2014*, *Revue trimestrelle de droit financier*, 2014, p. 42 ss. e C. GOYET, N. RONTCHEVSKY, M. STORCK, *L'impact de la loi Florange sur le droit des offres publiques d'acquisition et les sociétés cotées Françaises*, *Revue trimestrelle de droit commercial et de droit économique*, 2014, p.363 ss. Nel caso del Belgio, invece, l'obbligo di opa obbligatoria è subordinato unicamente all'acquisizione di oltre il 30% dei “titoli con diritto di voto” della società interessata. Per un raffronto tra gli ordinamenti europei cfr. C. MOSCA, *Should Shareholders Be Rewarded for Loyalty? European Experiments on the Wedge Between Tenured Voting and Takeover Law*, *Mich. bus. & entrepreneurial l. rev.*, 2019, 8, p. 245 ss..

alienazione dell'azione <sup>(36)</sup> - potrebbe essere obiettato che, in definitiva, il meccanismo della maggiorazione del voto andrebbe considerato come strutturalmente condizionato e complesso, mediante la concatenazione, a "intermittenza", di una condizione prima sospensiva e poi risolutiva, in corrispondenza delle varie alienazioni delle azioni <sup>(37)</sup>. In altre parole, seguendo questo indirizzo interpretativo la maggiorazione del voto andrebbe qualificata in senso proprio come beneficio eventuale dell'azione sospensivamente condizionato al decorso del *vesting period* e immediatamente poi risolutivamente condizionato – una volta maturato - alla detenzione delle azioni da parte del socio

---

<sup>(36)</sup> La tesi dell'incisione sul piano della legittimazione del voto nel caso di alterazione di questo in dipendenza delle condizioni soggettive dei soci muove infatti a partire dall'assunto per cui, così come nel voto scalare la limitazione del diritto di voto non può automaticamente trasferirsi da un socio a un suo successivo avente causa, allo stesso modo nella maggiorazione del voto il beneficio viene perso in caso di alienazione diretta o indiretta delle azioni.

<sup>(37)</sup> Meccanismi di voto condizionato "intermittente" in ragione di una condizione *oggettiva* (ovvero non riguardante una condizione personale del socio), idonea a variare il contenuto dell'azione nel tempo sono d'altronde già noti alla dottrina continentale e nazionale. Basti pensare alle varie clausole di "rinascita" del diritto di voto di azioni di esso originariamente prive qualora non vengano distribuiti i dividendi (dovuti a titolo di privilegio) per un dato numero di esercizi (nell'ordinamento tedesco una specifica ipotesi di questo tipo è prevista dal legislatore stesso con riguardo alle *Vorzugsaktien ohne Stimmrecht* di cui al § 140, II *AktG* che acquistano il diritto di voto ogni volta che non sia ad esse corrisposto, in tutto o in parte, anche solo per un esercizio, il dividendo – per esse privilegiato – e divengono nuovamente prive del voto qualora siano corrisposti gli arretrati patrimoniali dovuti; nell'ordinamento francese clausole di questa foggia sono consentite dall'art. L.228-11, secondo comma, ai sensi del quale « 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 », cfr. A. VIANDER, *Les actions de préférence*, *op. cit.*, p. 1531 ss.; nell'ordinamento americano tali meccanismi, noti come "voting shift", sono assai diffuse nella prassi, anche nella variante del diritto di nomina di una parte degli amministratori; cfr. per simili clausole nella dottrina italiana, P. GROSSO, *Categorie di azioni e assemblee speciali*, Milano, *op. cit.*, p.342 s.; M. NOTARI, *sub art.* 145, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Marchetti e Bianchi, Milano, 1999, p. 1589; U. TOMBARI, *Azioni di risparmio e strumenti ibridi partecipativi*, Firenze, 2000, p. 66; C.F. GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, Milano, 2004, p.184; A. ANGELILLIS - M. VITALI, *sub art.* 2351, *op. cit.*, p. 427 s.; P. SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008, p. 106 ss.; A. POMELLI, *Rischio di impresa e potere di voto nella società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie*, in *Giur. comm.*, 2008, p. 528; da ultimo I. POLLASTRO, *Il voto condizionato nelle società di capitali*, *op.cit.*, p. 164 ss.; parrebbe orientato in senso contrario v. A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni e altri strumenti finanziari partecipativi*, *cit.*, p. 1296, secondo il quale «le azioni con voto condizionato voteranno in assemblea generale una volta verificatasi la condizione e, se ad esse è così definitivamente attribuito il voto, cesseranno di essere una categoria speciale», mentre invece, «non voteranno più nell'ipotesi di condizione risolutiva (...) e da quel momento diverranno categoria speciale». Peculiare è la posizione di N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari partecipativi*, *cit.*, p. 297, l'autore sostiene che «qualora le azioni a voto condizionato non siano assistite da privilegi o da altri diritti sociali, la sua riespansione piena e definitiva determina la conversione di tali titoli in azioni ordinarie», sicché parrebbe limitare l'ambito di legittimità di un meccanismo di voto a intermittenza. Il predetto autore sembra però evolvere successivamente il suo pensiero allorché, nell'ambito del seminario G. SCOGNAMIGLIO ET ALT., tenutosi a Roma presso l'Università "La Sapienza" il 7 novembre 2014 e pubblicato in *Giur. comm.*, 2015/I, p. 211 ss. ammette (spec. pp. 247 ss.) la legittima emissione in una società non quotata di una categoria a voto plurimo condizionato all'anzianità partecipativa del socio (ove è evidente che sia implicito un meccanismo "ad intermittenza", peraltro di natura soggettiva).

secondo le condizioni definite in statuto <sup>(38)</sup>.

Di conseguenza, propendere per un'interpretazione che ricomprende le condizioni applicate al voto di stampo "soggettivo" nella fattispecie azionaria, significa ammettere necessariamente che il contenuto dell'azione (ne fa parte tipicamente il diritto di voto) possa mutare senza che a questa variazione debba nondimeno (specularmente) corrispondere una modificazione dei "diritti diversi", idonea, ai sensi dell'art. 2348 cod.civ., a fondare una categoria di azioni <sup>(39)</sup>.

Ma soprattutto, il corollario fondamentale che, a monte, sembra implicato dall'adesione all'orientamento di cui si discute, attiene a un'interpretazione elastica (e decisamente evolutiva) del principio di eguaglianza dei diritti delle azioni di cui all'art. 2348 cod. civ. Il relativo precetto - tutte le azioni attribuiscono eguali diritti - sarebbe infatti rispettato anche qualora vi sia eguale sottoposizione dei diritti di voto attribuiti da tutte le azioni del capitale (o solo da una categoria) alla medesima fattispecie condizionante "soggettiva", a monte dell'eterogeneo (fisiologico) diverso atteggiarsi dell'evento oggetto della condizione (l'anzianità partecipativa) tra i soci <sup>(40)</sup>, con rilevanti conseguenze sul piano sistematico in ordine all'aumento dei margini di manovra per l'autonomia statutaria nel "personalizzare" la partecipazione azionaria.

### 3.1 (...) segue *Categorie di azioni a voto maggiorato* ?

Rispetto a quanto appena osservato, del resto, qualora la regola di condizionamento del voto a un evento riguardante una situazione personale del socio sia riferita a tutte le azioni del capitale, non potrebbe mai aversi una categoria di azioni poiché questa richiede necessariamente come termine di riferimento un gruppo predeterminato e distinto di azioni, costituente, quindi, necessariamente una frazione del capitale <sup>(41)</sup>, a prescindere dalla logicamente successiva questione se la subordinazione

---

<sup>(38)</sup> Nel caso in cui lo statuto opti per la regola di automatica estensione della maggiorazione nell'aumento di capitale, le azioni oggetto di emissione andrebbero invece qualificate, all'inverso, come azioni che "nascono" a voto (già) risolutivamente condizionato alla "detenzione" delle stesse secondo i criteri decisi in statuto.

<sup>(39)</sup> Come osservano M. CIAN- C. SANDEI, *La partecipazione azionaria*, op. cit., p. 153 a proposito della menzionata prospettiva qualificatoria del dividendo maggiorato adottata da Rescio.

<sup>(40)</sup> Sul punto, si vedano in particolare, G.P. LA SALA, *Principio capitalistico e voto non proporzionale*, op. cit., pp. 90 ss., e G.A. RESCIO, *Tetti di voto, tetti di partecipazione*, in *Principio capitalistico quo vadis ?*, a cura di F. Briolini, Torino, 2015, p. 245, secondo il quale per comprendere la « reale portata del principio di eguaglianza (...) non può ritenersi a priori incompatibile con forme di differenziazione delle posizioni giuridiche fondate su tecniche diverse dalle categorie azionarie. Il che aiuta a comprendere che non vi è motivo di restringere il voto condizionato, di cui vi è menzione nell'art. 2351, comma secondo, c.c., alle sole ipotesi in cui l'evento condizionante deve potersi verificare o non verificare contemporaneamente per tutti i titolari di una categoria di azioni: una tale restrizione non è desumibile dal principio di uguaglianza, poiché questo è certamente soddisfatto (...) quando vi sia un paritario assoggettamento alla possibilità del verificarsi dell'evento, al di là del suo avveramento per alcuni e non per altri » e già in ID, *Clausole di maggiorazione del dividendo*, op. cit., p. 286.

<sup>(41)</sup> Sul punto si rimanda ancora a M. NOTARI, *Categorie speciali di azioni*, op. cit., p. 601.



del diritto di voto in dipendenza di una condizione soggettiva del socio che possiede le azioni possa costituire una regola idonea a fondare una categoria di azioni. Proprio per questo motivo, allora, il quinto comma dell'art. 127-*quinquies* T.u.f. ha certamente una portata interpretativa sicuramente pleonastica allorché precisa che le azioni possedute da soci che abbiano soddisfatto il requisito statutario di “fedeltà” non costituiscono una categoria di azioni, ma non ha invece a nostro avviso alcuna valenza dirimente nel risolvere il secondo, diverso, problema interpretativo. In altre parole, se le azioni a voto maggiorato (ovvero quelle che abbiano conseguito in concreto il rafforzamento del voto a seguito dell'integrazione del *vesting period* statutario) non costituiscono certamente una categoria di azioni, diverso potrebbe essere il discorso per (un gruppo predeterminato e distinto di) azioni a voto “maggiorabile”, ovvero quelle che veicolino in modo differenziale rispetto ad altre azioni del capitale la possibilità di ottenere la maggiorazione (e proprio qui risiederebbe, allora, la caratterizzazione “oggettiva” delle suddette azioni) <sup>(42)</sup>.

Il primo diverso punto di ricaduta delle due tesi è da individuarsi proprio nello scenario dell'applicazione selettiva della regola di maggiorazione del voto: una ricostruzione in termini puramente “personalistici” (i.e. incisione della maggiorazione del voto sul piano della legittimazione all'esercizio del diritto di voto in capo all'azionista) non potrebbe giustificare la nascita di una nuova categoria azionaria qualora la regola di maggiorazione sia riferita solo a una frazione delle azioni che compongono il capitale, a meno di – in continuità con l'orientamento menzionato *supra, par.1, sub b* – convincersi di una diversa conformazione morfologica dell'istituto a seconda del suo termine di applicazione (l'intero capitale o una parte predeterminata e distinta di azioni). La *ratio* di tale diversità ci sembrerebbe però di difficile giustificazione, in considerazione del fatto che il principio di eguaglianza dei diritti delle azioni dovrebbe sempre avere la medesima “natura”, sia quando si tratti di eguaglianza “assoluta” tra tutte le azioni, sia quando questo si declini quale eguaglianza “relativa” all'interno di una categoria azionaria <sup>(43)</sup>.

Invece, secondo la tesi che individua l'azione come centro di imputazione esclusivo delle diverse situazioni soggettive sociali, si potrebbe concepire una categoria di azioni a voto maggiorato attraverso la duttilità dello strumento delle categorie di azioni a voto plurimo condizionato di cui all'art. 2351, comma quarto cod.civ., al prezzo, quindi, di ammettere che, tra gli eventi che possano

---

<sup>(42)</sup> E vedi in questo senso le considerazioni di E. PEDERSOLI, *L'(irr)ilevanza delle modifiche “potenziali” ai fini del diritto di recesso ex art. 2437, nell'ambito della disciplina del voto maggiorato o maggiorabile*, in *Nuovo diritto delle società*, 2018, II, p. 335 ss. testo e nota 22.

<sup>(43)</sup> Si pronunciano a favore di categorie di azioni a voto maggiorato nelle società non quotate, ma propendono per la qualificazione “personalistica” allorché la regola di maggiorazione sia riferita a tutte le azioni del capitale I. POLLASTRO, *Il voto condizionato nelle società, op. cit.*, rispettivamente a p.143 e p.136 e E. BARCELLONA, rispettivamente in *sub art. 127 quinquies* T.u.f., *op.cit.*, p. 3963 e ID, *sub art. 2351, comma quarto*, in *Le società per azioni*, a cura di Abbadessa e Portale, t.1, 2016, p. 587 s.

costituire oggetto della condizione, rientrino anche quelli che riguardano una condizione personale riferita all'indeterminato socio, sulla scia di quella corrente dottrinale che interpreta in modo particolarmente ampio la nozione di "diritti diversi" di cui all'art. 2348 cod. civ. <sup>(44)</sup>.

Per sciogliere il dubbio se possa ammettersi una categoria di azioni a voto maggiorato potrebbe orientare in un senso o nell'altro l'interpretazione dell'art. 127 *sexies*, comma terzo T.u.f., ove si dispone che qualora siano emesse azioni a voto plurimo in società per azioni che le abbiano poi conservate anche successivamente alla quotazione, non potranno più essere introdotte in statuto «ulteriori maggiorazioni del diritto di voto a favore di singole categorie di azioni, né ai sensi dell'art. 127-*quinquies* T.u.f.». La disposizione, invero, non è di immediata comprensione, poiché rispetto al quesito in discorso, il tenore letterale potrebbe essere inteso in due accezioni diverse.

Da un lato si potrebbe, infatti, avanzare l'idea che la disposizione lasci intendere implicitamente che un distinto gruppo di azioni, sia pure se destinatario della regola di maggiorazione del voto, non possa costituire una categoria di azioni, specie qualora si aderisca alla tesi che propende per l'incisione del beneficio della maggiorazione del voto sul piano della legittimazione all'esercizio del diritto del socio <sup>(45)</sup>.

Dall'altro, invece, qualora si prediliga l'opposta tesi in punto di qualificazione, l'art. 127 *sexies* T.u.f. potrebbe essere interpretato senza ricavarne un significato preclusivo circa l'idoneità della regola di maggiorazione a poter fondare una categoria di azioni. Infatti, a ben vedere, l'implicito postulato che si vorrebbe ricavare dal terzo comma dell'art. 127-*sexies*, per cui la regola di maggiorazione sarebbe applicabile solamente o alla generalità delle azioni (secondo il modello suppletivo dell'art. 127-*quinquies*) o a singole categorie di azioni già connotato da altro diritto diverso e, pertanto, non potrebbe essa stessa fondare una categoria di azioni, non sembra del tutto convincente. A ben vedere, infatti, se si ammettesse un'applicazione selettiva della regola di maggiorazione a una parte delle azioni è necessario, affinché i futuri soci possano ottenere anch'essi il beneficio qualora a loro volta soddisfino il *vesting period*, che esse stesse siano il termine di

---

<sup>(44)</sup> Possibilità ammessa, discorrendo a proposito delle "tipologie" di condizioni ammissibili nel voto condizionato, proprio da M. NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere nelle società di capitali: un canone fondamentale o una regola suppletiva?* in *Oss. dir. civ. comm.* 2016/II, p.393 s. nt. 21. Nello stesso senso v. già A. ANGELILLIS - M. VITALI, sub art. 2351, *op. cit.*, p. 429; F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, p. 98 s.; da ultimo anche I. POLLASTRO, *Il voto condizionato*, *op. cit.*, p. 194. Si rinvia *amplius* al cap. 3 par.1 per i completi riferimenti bibliografici sulla nozione di categoria di azioni dopo la riforma del 2003.

<sup>(45)</sup> Utilizza questo argomento U. TOMBARI, "Maggiorazione", *op. cit.*, p. 193. In dottrina si è espresso contro la possibilità di emissione da parte di una società quotata di una categoria di azioni caratterizzata, si badi, esclusivamente, dalla regola di maggiorazione del voto anche P. MARCHETTI, Osservazioni e materiali sul voto maggiorato, *op. cit.*, p. 453; a favore, invece, E. MARCHISIO, "La maggiorazione del voto", *op. cit.*, p. 113 e E. PEDERSOLI, *L'(irr)ilevanza delle modifiche "potenziali"*, *op. loc. ult. cit.*

imputazione della “regola diversa” (ovviamente a monte della circostanza che le azioni abbiano o meno ottenuto il rafforzamento del voto a seconda della situazione personale del socio che le detiene), a prescindere dal fatto che queste azioni “incorporino” già o meno un altro “diritto diverso”<sup>(46)</sup>. E ciò diversamente dal caso della maggiorazione del voto nella versione suppletiva di cui all’art. 127-*quinquies* T.u.f. poiché qualsiasi socio della società ne sarebbe comunque destinatario, essendo questa una regola organizzativa di portata e applicazione generale in quanto valevole trasversalmente per tutte le azioni.

Inoltre, se si ammettesse un’applicazione selettiva di una regola di condizionamento del voto in subordine all’avverarsi di un evento di natura “soggettiva” a un gruppo predeterminato e distinto di azioni, sussisterebbe parimenti quella *ratio* che ha portato la maggior parte degli autori in letteratura ad interpretare estensivamente il concetto di “diritti diversi”, ovvero quella di tutelare gli azionisti di categoria dalle modifiche pregiudizievoli che la maggioranza potrebbe loro imporre (essendo peraltro esclusa, almeno per le quotate, l’ “altra” tutela del diritto di recesso in caso di introduzione della maggiorazione del voto)<sup>(47)</sup>. E si badi, per azionisti di categoria si intende senz’altro tutti i possessori delle azioni a cui è riferita la regola di maggiorazione del voto, a prescindere dal fatto che essi abbiano o meno già integrato il *vesting period* previsto nello statuto<sup>(48)</sup>.

---

<sup>(46)</sup> La questione sembra dunque speculare a quanto osservato in tema di voto massimo o scalare, v. *supra* par. 1.

Si pronunciano a favore della possibile applicazione della maggiorazione del voto a categorie di azioni preesistenti, o comunque a parte delle azioni ordinarie, pur aderendo comunque alla tesi “personalistica”, ma così incorrendo, ci parrebbe, in una contraddizione E. MARCHISIO, *La maggiorazione del voto*, *op.cit.* p.113 e E. BARCELLONA, *sub* 127 *quinquies* T.u.f., *op. cit.* p. 3963. Per ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e maggiorato*, *op. cit.*, p.39 la maggiorazione del voto sarebbe unicamente applicabile selettivamente solo alle azioni ordinarie ma non ad azioni di altra categoria. Più coerente, a nostro avviso, è invece la tesi di P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sulla maggiorazione del voto*, *op. cit.*, p. 453, il quale sostiene che la maggiorazione del voto non possa essere limitata solo a categorie di azioni, giacché, per l’appunto, le diversità che contraddistinguono una categoria rispetto a un’altra devono essere a rigore suscettibili di tradursi in termini oggettivi nel contenuto dell’azione (e l’autore lo esclude proprio in ragione della sua adesione alla tesi personalistica). L’unico caso in cui sarebbe possibile per l’autore un’applicazione selettiva della maggiorazione del voto ad alcune categorie sarebbe quello della presenza di azioni prive del diritto di voto, in generale, o nelle materie dove opera la maggiorazione, ma per la diversa ragione che queste sul piano “strutturale” non esprimono forza di voto e, quindi, come logica conseguenza, non possono ottenerne una maggiorazione, che verrebbe allora attribuita solo alle azioni che dispongono del voto. A. STAGNO D’ALCONTRES-N. DE LUCA, *Manuale delle società*, Torino, *cit.*, p. 191, ritengono, invece, che il voto maggiorato non possa connotare una categoria di azioni, a differenza, singolarmente, del voto massimo o per tetti.

<sup>(47)</sup> L’art. 127 *quinquies* T.u.f. al comma sesto esclude per le società quotate la spettanza del diritto di recesso per gli azionisti dissenzienti rispetto alla delibera di introduzione della maggiorazione del voto, dovendosi quindi valutare anche da questo versante se tale norma abbia carattere eccezionale o meno. V. *amplius* III cap. p. 5.3.

<sup>(48)</sup> Nel senso invece di riservare solo agli azionisti già “fedeli” il diritto di votare nell’assemblea speciale nel caso di delibera assembleare pregiudizievole dei loro diritti, v. nella dottrina francese M. COZIAN-A. VIANDER-F. DEBOISSY, *Droit des sociétés*<sup>28</sup>, Paris, 2015, n. 717; C. GOYET, N. RONTCHEVSKY, M. STORCK, *L’impact de la loi Florange sur le droit des offres publiques d’acquisition et les sociétés cotées Françaises*, *op. cit.*, p.367; M. STORCK-T. DE RAVEL D’ESCLAPON, *Faut-il supprimer les actions à droit de vote double en droit français* in *Bull. Joly* 2009, p. 92.

Più in generale, non sembrano sussistere interessi sostanziali contrari all'eventuale scelta dello statuto di limitare a una parte soltanto del capitale l'istituto della maggiorazione del voto <sup>(49)</sup>, ed anzi, al contrario, ciò potrebbe corrispondere in alcune situazioni all'interesse della società, laddove si voglia riservare la maggiorazione alle sole azioni rinvenienti in un aumento di capitale per incentivare l'investimento di lungo periodo dei soci o dei terzi che investano in un determinato momento temporale (e particolare, dal punto di vista strategico) della vita della società.

Del resto, se si considera la possibilità anche per una società per azioni quotata di adottare un sistema sottoproporzionale di voto, con l'emissione di azioni prive del diritto di voto <sup>(50)</sup> o azioni a voto limitato o condizionato <sup>(51)</sup> (tra le quali, peraltro, parrebbe anche quelle a voto scalare o per tetti) <sup>(52)</sup>, ma soprattutto anche la possibilità di conservare azioni a voto plurimo se emesse prima della quotazione, non si comprenderebbe per quale motivo l'autonomia statutaria di una s.p.a. quotata debba essere limitata nella possibilità di emettere una categoria di azioni a voto maggiorato <sup>(53)</sup>.

L'effetto di disarticolazione della regola *one share – one vote* conseguibile mediante quest'ultima opzione sarebbe comunque inferiore a quello ottenibile mediante le leve delle azioni prive del diritto di voto, poiché il controllo di diritto di una società per azioni quotata mediante una categoria di azioni a voto maggiorato sarebbe ottenibile solo se questa rappresenta almeno più di un terzo del capitale

---

<sup>(49)</sup> In senso opposto v. M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio "un azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Riv. Not.*, 2014, p. 945, secondo il quale la volontà del legislatore è quella di configurare l'istituto della maggiorazione del voto come « un beneficio accessibile indistintamente a tutti gli azionisti, e legato al ricorrere di circostanze che possono essere soddisfatte da tutti i soci ».

<sup>(50)</sup> Purché queste godano di un trattamento privilegiato sul piano patrimoniale, con la conseguente applicazione necessaria della disciplina delle azioni di risparmio di cui all'art. 145 T.u.f. secondo P. MONTALENTI, *La società per azioni quotata*, in *Trattato di diritto commerciale diretto da Cottino*, vol. IV, t. 2, Padova, 2004, p. 133; U. TOMBARI, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (Verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 1074; N. ABRIANI, *sub 2351*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario*, diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, Bologna, 2004, pp. 318 ss., e A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni e altri strumenti finanziari partecipativi*, *op. cit.*, p. 1301 s.; ma vedi *contra*, nel senso di non ritenere necessario il privilegio patrimoniale, M. LIBERTINI- A. MIRONE- P. SANFILIPPO, *sub 2351*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da D'Alessandro, II, Padova, p.273; A. ANGELILLIS - M. VITALI, *sub 2351*, *op. cit.*, p.416 ss. e C.F. GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, *op. cit.*, p. 188 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, p. 1294 ss.

<sup>(51)</sup> A favore dell'ammissibilità di azioni a voto limitato e condizionato nella s.p.a. (senza in questo caso la necessaria applicazione dell'art. 145 T.u.f.), cfr. P. MONTALENTI, *La società per azioni quotata*, *op. cit.*, p. 133 e U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, *cit.*, p. 980; N. ABRIANI, *sub 2351*, *ult. op. cit.*, p.320; A. ANGELILLIS - M. VITALI, *sub 2351*, *ult. op. cit.*, p.429; ma v. *contra*, V. SANTORO, *sub 2351*, in *La riforma delle società*, *cit.*, p. 148.

<sup>(52)</sup> Si pronunciavano a favore dell'ammissibilità di una categoria di azioni con voto scalare anche in una quotata, già prima della riforma del 2014 che ha esteso anche alle quotate la possibilità di introdurre clausole "generali" di voto scalare o per tetti, N. ABRIANI, *sub 2351*, *ult. op. cit.*, p. 321 e G. LA SALA, *Principio capitalistico*, *op. cit.*, p. 85; *contra* U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni*, *op. ult. cit.*, p. 978 e P. MONTALENTI, *La società per azioni quotata*, *op. ult. cit.*, p.133.

<sup>(53)</sup> Fa leva su questo argomento anche E. MARCHISIO, "La maggiorazione del voto", *op. cit.*, p. 113.

sociale (e sempre che tutte le azioni di categoria siano possedute da soci “fedeli”), a differenza del caso delle azioni prive del diritto di voto che, se costituenti più di metà del capitale sociale, permetterebbero il controllo di diritto all’azionista che possieda l’inferiore soglia del quarto più una delle azioni del capitale (:la metà più una delle azioni a voto pieno).

### 3.2 *La Maggiorazione del voto nelle società non quotate.*

Volgendo più in generale lo sguardo alle società non quotate, l’orizzonte sistematico della regola di maggiorazione del voto cambia a nostro parere notevolmente. Non appaiono convincenti gli argomenti di chi tende, in ragione della presunta natura eccezionale dell’istituto, ad accordare carattere “speciale” alla relativa disciplina, limitandone il campo di applicazione alle sole società quotate<sup>(54)</sup>.

Anzitutto, sul piano della qualificazione, come si è visto, il rilievo (apparentemente “eversivo”) della condizione personale del socio nella modulazione del diritto di voto può essere assorbito (e “attenuato”) all’interno del contenuto dell’azione – sia che la regola sia selettiva o generale – mediante lo strumento della condizione (previa adesione all’interpretazione evolutiva del principio di eguaglianza delle azioni pocanzi segnalata).

Del resto, la regola della maggiorazione del voto, non sembra violare i principi dell’anonimato e dell’impersonalità nell’attribuzione dei diritti sociali nella società per azioni poiché la condizione personale del socio è suscettibile di essere integrata *ex ante*, su un piano di parità, da qualsiasi socio presente e futuro in astratto considerato (e, del resto, non sembra violare nemmeno il principio di parità di trattamento dei soci qualora invece si propenda per la tesi personalistica<sup>(55)</sup>).

---

<sup>(54)</sup> In questa direzione si veda, in particolare, con riguardo alle clausole di maggiorazione del dividendo M. STELLA RICHTER JR., *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, *op. cit.*, p.103, il quale fa leva sull’argomento per cui il carattere tipologico della s.p.a. richiede che ogni volta che si voglia dare rilievo a un profilo personale del socio occorrerebbe un’espressa previsione di legge; con riguardo alla maggiorazione del voto, nello stesso senso, si veda C. ANGELICI, intervento al seminario G. Scognamiglio et al., *cit.*, in *Giur. Comm.*, 2015/II p. 220 s.; P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sulla maggiorazione del voto*, *op. cit.*, p. 454, il quale ha modo di affermare che «[mi] sembra di vedere una ratio incentivante “democraticamente” (principio della parità di trattamento) l’investimento. La “liberalizzazione” dell’art. 2351 trova un limite, testualmente, nelle leggi speciali all’art. 127-quinquies, settimo comma, che legittima espressamente la previsione del voto maggiorato alle sole società non quotate nel corso del procedimento di quotazione. Non si ravvisa fuori di questa ipotesi nella società non quotata l’esigenza incentivante collegata al meccanismo del possesso continuativo, di non agevole gestione, che si attaglia ad una vasta platea di investitori. Resta per le società chiuse lo strumento della categoria di azioni a voto plurimo».

<sup>(55)</sup> Cfr. P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, *op. cit.*, p. 452 s., il quale afferma «se il punto di riferimento per l’attribuzione della maggiorazione è il comportamento dei soci, si entra nella problematica della parità di trattamento del socio; ci si muove nell’area ove (e tutt’ora, nonostante molti tentativi di erosione) dovrebbero essere rilevanti al fine di differenziare la fruizione di diritti non la persona, ma semmai elementi oggettivi relativi allo status di

Non sembrano sussistere validi argomenti, inoltre, per negare l'ammissibilità della maggiorazione del voto nelle società per azioni non quotate, nemmeno dal versante teleologico. L'istituto in commento non sembra infatti compatibile da una prospettiva socio - economica esclusivamente con le peculiarità del mercato regolamentato di quotazione delle azioni <sup>(56)</sup>.

---

socio». Nella maggiorazione del voto la parità di trattamento sembra invero rispettata poiché verrebbe assicurato un eguale trattamento agli azionisti, tutti potendo in astratto trovarsi nella medesima condizione (detenere le azioni per un dato arco temporale), cfr. in questo senso anche M. LAMANDINI, *Voto plurimo, tutela delle minoranze e opa obbligatoria*, in *Giur. comm.*, 2015, p. 504. Del resto, la parità di trattamento non postula la necessità di un'uguaglianza assoluta fra i soci, quanto piuttosto di eguale trattamento per chi si trova nelle stesse situazioni fattuali, giustificandosi così un diverso trattamento in presenza di circostanze eterogenee, cfr. U. TOMBARI, "Maggiorazione del dividendo" e "maggiorazione del voto", p. 188. Si rinvia per ulteriori considerazioni sulla parità di trattamento e i diritti particolari per gli azionisti "fedeli" a A. SACCO GINEVRI, *L'attribuzione di diritti particolari agli azionisti di lungo termine in una prospettiva comparata*, in *RDS*, 2011, p.248 ss. Con riguardo invece alla parità di trattamento nell'ambito dell'istituto della maggiorazione del dividendo si veda N. DE LUCA, *Problemi di fedeltà ed eguaglianza tra azionisti: riflessioni sull'art. 127- quater T.u.f.*, in *RDS*, 2012, p. 31, il quale afferma che il principio di parità di trattamento nella sostanza verrebbe rispettato, nel senso che l'art. 127- quater T.u.f. avrebbe una funzione di "misura di riequilibrio" poiché avvantaggia – a differenza della maggiorazione del voto – i soci di minoranza.

<sup>(56)</sup> In particolare, si dissente da C. ANGELICI, *op. loc. ult. cit.*, p. 220 ss. secondo il quale «nelle società chiuse, le quali per definizione non hanno rapporti con il mercato finanziario, la possibilità di distinzioni basate sulle eventuali diverse motivazioni dell'investimento azionario si esaurisce nella tecnica delle categorie di azioni: solo con essa quelle motivazioni possono tradursi in adeguati indici formali e assumere così oggettiva rilevanza endosocietaria», mentre invece nelle società aperte le diverse propensioni all'investimento degli azionisti «sono oggettivamente in grado di porsi come indici delle motivazioni dell'investimento e di segnalare a quale delle diverse categorie di investitori (in senso allora socio-economico) l'azionista appartiene» e nella stessa direzione v. anche E. MARCHISIO, *La maggiorazione del voto*, *op. cit.*, p. 83. Per quanto a noi sembra, anzitutto, le società non quotate, sono un *genus* che vede al suo interno ormai *species* invero profondamente differenti sul piano socio-economico. Basti pensare alle società con azioni ammesse alla negoziazione nei *Multilateral trades facilities* o comunque con titoli diffusi in maniera rilevante tra il pubblico in cui, ciò nondimeno, può esservi comunque la medesima ragione "socio-economica" per introdurre un sistema di maggiorazione del voto (e ciò tanto più si riconosca - ancora - spazio al metodo interpretativo dei "tipi reali", vedi *amplius* Cap. I, p. 1.2). Inoltre, Consob, con l'avviso del 8 maggio 2020 n. 5, ha precisato che ai fini del computo del periodo di cui al settimo comma dell'art. 127- *quinquies* « non si riscontrano ostacoli a ritenere che il riferimento al "possesso anteriore" contenuto nel comma 7 dell'art. 127-*quinquies* del Tuf abbia una valenza generica e, pertanto, tale da ricomprendere ogni forma di partecipazione societaria (sia essa rappresentata da azioni o da quote)». La dottrina tende a interpretare più restrittivamente la fattispecie dell'art. 127-*quinquies* comma settimo (v. infatti P.G. MARCHETTI, *Osservazioni*, *op. cit.*, p. 450, secondo il quale il «termine iniziale della maturazione "anticipata" (...) coincide con l'inizio della procedura di quotazione». Se inteso formalmente tale termine dovrebbe allora coincidere con l'istanza presentata dall'emittente a Borsa Italiana per l'ammissione a quotazione, in senso sostanziale potrebbe coincidere con la precedente relativa decisione del c.d.a.); la prassi, invece, sembra avvallare retrodatazioni più incisive, computando ad esempio anche il periodo di negoziazione delle azioni sui mercati MTF precedente all'inizio della procedura di quotazione sul mercato regolamentato (v. gli statuti riferiti da D. SIRACUSA, *Voto maggiorato: brevi note sulla comunicazione Consob dell'8 maggio 2020*, in *Diritto Bancario. It.*).

Peraltro, anche nelle società chiuse, *target* di acquisizioni di partecipazioni di controllo o di minoranza nell'ambito del c.d. *private equity* e del *venture capital*, le diverse motivazioni all'investimento dei soci (spesso in funzione dei diversi orizzonti temporali di investimento) sono oggettivamente ben identificabili e suscettibili, quantomeno in astratto, di essere considerate nella regolazione statutaria (v. per questo argomento anche G.A. RESCIO, *Tetti di voto*, *op. cit.*, p. 241, nt. 36,

Dunque, allorché ci si interroghi sul significato “sistematico” della collocazione della maggioranza del voto nella *sedes materiae* del Tuf non si può far a meno, per restituire un certo equilibrio al sistema<sup>(57)</sup>, di propendere in favore della ammissibilità del voto maggiorato anche nelle società non quotate, sia qualora la regola faccia riferimento a un gruppo predeterminato e distinto di azioni - con l’effetto di fondare in quest’ultimo caso una categoria di azioni a voto plurimo condizionato -, sia anche quando la regola venga applicata alla totalità del capitale sociale<sup>(58)</sup>.

Dalla qualificazione come azioni a voto plurimo condizionato discendono immediate ricadute disciplinari, ovvero che in entrambe le situazioni il limite del voto per azioni è di tre per azione - a differenza che nelle quotate - e che il parametro della “detenzione continuativa” può essere plasmato dall’autonomia statutaria con maggiore libertà rispetto alla disciplina dell’art. 127 *quinquies* T.u.f.<sup>(59)</sup>.

---

che fa riferimento anche ai soci dipendenti o a *partner* commerciali). In questa direzione, la maggioranza del voto potrebbe essere utile per premiare i soci “investitori” (a cui attribuire una speciale categoria di azioni, o anche perfino mediante una regola statutaria generale che subordini la maggioranza ad ulteriori condizioni relative alla “natura” o alla qualifica giuridica del socio, v. *amplius* III cap. p. 5.3) che dimostrino di rimanere “fedeli” al progetto imprenditoriale, con un rafforzamento progressivo del diritto di voto. Con riguardo alla problematica trasposizione del “*diritto del venture capital*” di derivazione anglo-americana nell’ordinamento italiano si veda ante riforma del 2003 B. SZEGO, *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un’analisi di adeguatezza dell’ordinamento italiano*, in Quaderni di Ricerca Giuridica della Banca d’Italia, n. 55, 2002; e in quello post riforma, ID., *Finanziare l’innovazione: il venture capital dopo la riforma del diritto societario*, in Riv. dir. civ., 2005, I, 821 ss. e, più di recente, si veda anche l’interessante analisi condotta da P. AGNSTER - A. CAPIZZI - P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2020, II, p. 353 ss., ove si dimostra che, contrariamente a quanto si possa pensare, la s.r.l. non è necessariamente più favorevole rispetto alla s.p.a. rispetto alle esigenze di investimento dei *venture capitalist*. Si veda anche il fascicolo 1-2021 della rivista *Analisi Giuridica dell’Economia*, interamente dedicato al tema.

<sup>(57)</sup> Anche M. STELLA RICHTER JR., *ult. op. cit.*, p. 103, pur contrario all’ammissibilità della maggioranza del voto nelle società non quotate, riconosce comunque che questa sarebbe l’interpretazione che restituirebbe una maggior “armonia” al sistema.

<sup>(58)</sup> In favore dell’ammissibilità della maggioranza del voto nelle società non quotate, si sono pronunciati, nell’ambito del seminario, Aa. Vv, *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell’Opa*, in *Giur.comm.*, 2015, I, p.223 ss., M. LIBERTINI, p. 246 e N. ABRIANI, p. 248 s.; in senso favorevole v. anche G.A. RESCIO, *Tetti di voto*, *ult. op. cit.*, p.241 nt. 36; U. TOMBARI, *Le azioni a voto plurimo*, in *Governo societario, azioni a voto plurimo e maggioranza del voto*, a cura di Tombari, Torino, 2015., p.25; C. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato e voto plurimo*, in *Giur.comm.*, I, 2015, p.800; E. BARCELLONA, *sub art. 2351*, comma quarto, in *Le società per azioni*, *cit.*, p.578 s. e I. POLLASTRO, *Il voto condizionato*, *op. cit.*, p. 143. V. anche la Massima n. 184 del CONSIGLIO NOTARILE MILANO, 3 dicembre 2019, “*Attribuzione di diritti diversi al ricorrere di condizioni «soggettive» dei soci*”; e a favore di “categorie a voto plurimo fidelizzanti” la Massima n. 48/2015 del CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA, PRATO, in *Orientamenti dell’osservatorio sul Diritto Societario*, II ed., Milano, Ipsosa, 2016, p.95 ss.

<sup>(59)</sup> Cfr., per il primo punto, ancora Massima n. 184 del CONSIGLIO NOTARILE MILANO, *cit.*, ma vedi *contra* M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema*, *cit.*, p. 276, il quale ammette che il meccanismo di cui all’art. 127 *quinquies* possa essere replicato nelle società non quotate, ma ritiene che, qualora siano presenti categorie di azioni a voto plurimo, essere potrebbero cumulare i tre voti incorporati dalle azioni

Peraltro, nelle società chiuse gli interessi suscettibili di essere consacrati nello statuto mediante azioni a voto condizionato a eventi riguardanti una situazione “personale” dell’azionista ci sembrano variegati e non necessariamente limitati a quelli che la legge espressamente ammette per le società quotate. È proprio il diverso margine di manovra che da sempre viene riservato all’autonomia statutaria tra società quotate e non - in funzione dell’esigenza di standardizzazione del flottante direttamente proporzionale al crescere del grado di apertura del mercato - che impone, a nostro avviso, la soluzione sistematica più equilibrata di ritenere la maggiorazione del voto e i tetti e gli scaglionamenti di voto ipotesi “speciali” nel contesto del diritto di voto nelle società quotate mentre, negli altri modelli di s.p.a., andrebbero considerate come regole esemplificative di uno spazio per l’autonomia privata non necessariamente confinato entro il rigido steccato che verrebbe a tracciarsi attribuendo a queste natura di norme eccezionali (ma sul punto si rinvia *amplius* al p.4 del III cap.)

3 (..segue) *Il computo dei quorum assembleari costitutivi e deliberativi negli assetti partecipativi caratterizzati dall’adozione della tecnica statutaria di diversificazione dei diritti in dipendenza di condizioni soggettive dei soci.*

Tracciate queste prime coordinate, occorre proseguire nell’analisi per verificare le possibili ricadute implicate dall’adesione a una o ad altra delle diverse ricostruzioni sulla qualificazione degli istituti in commento nell’ambito della materia del computo dei quorum assembleari costitutivi e deliberativi.

### 3.1 *Quorum costitutivi.*

Affrontando dapprima la questione dei quorum costitutivi occorre, anzitutto, rammentare che l’art. 2368, comma primo cod. civ. sancisce che le «azioni prive del diritto di voto, non sono conteggiate ai fini della determinazione del quorum costitutivo dell’assemblea», al contrario delle «azioni per le quali il voto non può essere esercitato» che, ai sensi del terzo comma, sono invece da conteggiarsi.

Tra i fautori della tesi che propende per la tesi dell’incisione della limitazione di voto conseguente all’azionarsi di un tetto sul piano della legittimazione del socio all’esercizio del diritto (t1), è naturale qualificare le azioni che eccedono la soglia del tetto fissata dallo statuto quali «azioni per le quali il voto non può essere esercitato» che, quindi, sarebbero da conteggiarsi ai fini della determinazione del quorum costitutivo. In questa direzione deporrebbe l’argomento “strutturale”: siccome il voto corrispondente alle azioni può essere congelato solo temporaneamente (finché la partecipazione del

---

con il rafforzamento ulteriore (raddoppio) della maggiorazione, ammettendo così implicitamente un voto addirittura sestuplo.



socio non sia calata al di sotto della soglia), non avrebbe senso sussumere le azioni sopra-soglia nella classe delle azioni istituzionalmente (ovvero: stabilmente) “prive” del diritto di voto ai sensi dell’art. 2468 cod. civ, primo comma <sup>(60)</sup>.

Si riscontrano comunque, pur nell’ambito della medesima tesi, delle differenze con riguardo alle concrete modalità aritmetiche del computo dei quorum costitutivi con riguardo al numeratore della frazione: per alcuni (t1a) <sup>(61)</sup> – in base al presupposto implicito che gli azionisti a voto sospeso possano comunque intervenire in assemblea <sup>(62)</sup> – le azioni a voto sospeso andrebbero sempre tutte conteggiate nella base di calcolo (il denominatore della frazione), mentre al numeratore sarebbero da conteggiarsi solo alla condizione che i soci siano intervenuti in assemblea; per altri (t1b) <sup>(63)</sup>, invece, - sul presupposto implicito che anche gli azionisti a voto sospeso non possano intervenire in assemblea <sup>(64)</sup> - le azioni eccedenti la soglia andrebbero in ogni caso conteggiate non solo al denominatore ma anche al numeratore della frazione di computo del quorum costitutivo.

Diviene chiaro che, sul piano sostanziale degli interessi in gioco, propendere per la prima variante ha il pregio di limitare la rilevanza che verrebbe altrimenti indirettamente concessa - seguendo la

---

<sup>(60)</sup> V. in questo senso, *ex multis*, A. COPPOLA, *sub art. 2368-2369*, in *Società di capitali*, a cura di Sandulli e Santoro, 2004, p. 291 ss.; B. PETRAZZINI, *sub art. 2368-2369*, in *Il nuovo diritto societario*, a cura di Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, 2004, p. 529 ss.; F. LAURINI, *sub 2368-2369*, in *Assemblea*, a cura di Picciau. *Commentario alla riforma delle società*, a cura di Marchetti et. alt., Milano, 2008, p. 92 s.; F. TASSINARI, *sub 2368-2369*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, a cura di D’Alessandro, II, Padova, 2010, p. 609.

<sup>(61)</sup> In questo senso v. in dottrina F. CORSI, *Le nuove società di capitali*, Milano, 2004, p.47 s.; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*<sup>9</sup>, 2, *op. cit.*, p. 315., nt. 16 e in giurisprudenza Trib. Bari, 15 Luglio 2013, in *Soc.*, 2014, con commento di RAFFAELE.

<sup>(62)</sup> Tesi prevalente prima della riforma, v. *ex multis* e per ulteriori riferimenti R. SACCHI, *L’intervento e il voto*, *op. cit.*, p. 224 ss. e G. OPPO, *La sospensione legale del diritto di voto nella società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, I, p. 258 s. Dopo la riforma la tesi è stata riproposta, nonostante la riformulazione dell’art. 2370 cod. civ. (in base all’argomento che a non poter intervenire sarebbero solo i soci privi del voto e non quelli a voto sospeso), da G.A RESCIO, *Il sovrano in esilio: riflessione e problemi in tema di assemblea e decisione dei soci*, in *Studi sulla riforma del diritto societario, suppl. a Studi e materiali del Consiglio Nazionale del Notariato*, n. 1, 2004, p.378 s.; P. FIORIO, *sub 2370*, in *Il nuovo diritto societario*, I, a cura di Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, Bologna, 2004, p. 534 ss.; C.E. PUPO, *Quorum assembleari e diritto di intervento nella nuova società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 845 ss.; E. PEDERZINI, *Intervento del socio mediante mezzi di telecomunicazione e democrazia assembleare*, in *Giur. comm.*, 2006, I, p. 103 s., L. BONOTTO, *sub art. 2370*, in *Assemblea*, a cura di A. Picciau, in *Commentario alla riforma delle società*, a cura di Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari, Milano, 2008, p. 127.

<sup>(63)</sup> V. RELAZIONE AL DECRETO LEGISLATIVO 17 GENNAIO 2003, n 6., in *Riv. soc.*, 2003, p.123; in dottrina C. MONTAGNANI, *sub. 2368*, in *Società di capitali, Commentario*, a cura di Stagno d’Alcontres, Napoli, 2004, p. 496; A. ANGELILLIS - M. VITALI, *sub art. 2351*, in *Azioni, op. cit.*, p.458; N. DE LUCA, *sub art. 2368-2369*, in *Le società per azioni*, a cura di Abbadessa e Portale, Milano, *cit.*, p. 911 e 916.

<sup>(64)</sup> V. in questo senso M. STELLA RICHTER JR, *Partecipare, intervenire e assistere alle adunanze*, in *Società, Banche, Crisi di Impresa, Liber amicorum P. Abbadessa*, I, 2014, p. 903; N. ABRIANI, *L’assemblea*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, IV, 2010, Padova, p. 466; F. MAGLIULO, *sub 2370*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da D’Alessandro, 2010, p. 639 ss.; C. MONTAGNANI, *sub art. 2370, cit.*; D.U. SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003, p. 111.

seconda variante - ai soci titolari delle azioni oltre soglia a voto sospeso (quella di consentire, in contrasto con la *ratio* stessa dell'istituto, nel caso in cui il loro numero sia sufficiente, l'automatica integrazione del quorum costitutivo), ma offre altresì il fianco all'obiezione di ostacolare la facilità di costituzione dell'assemblea, poiché il computo delle azioni il cui voto è sospeso nella base di calcolo aumenta il valore del denominatore a fronte dell'aumento solo eventuale del numeratore. In effetti, anche da questo versante, si arriverebbe a un risultato non del tutto coerente con la funzione dell'istituto, poiché i soci affetti dalla limitazione del voto potrebbero (specie qualora essa incida su un'ampia aliquota del capitale), disertando l'assemblea, ostacolare la possibilità di consentirne la valida costituzione.

Più difficile da conciliare –dal punto di vista della qualificazione – con entrambe le varianti è la fattispecie del voto scaglionato, ove, in effetti, le azioni sopra soglia, non perdono del tutto la loro forza di voto, e, dunque, non potrebbero, a rigore, essere considerate come «azioni per cui il voto non può essere esercitato» ai sensi dell'art. 2468 cod. civ. comma terzo, sì da essere allora computate al denominatore della frazione, ma neppure come prive di voto in senso stretto e, quindi, scomutate dalla base di calcolo <sup>(65)</sup>.

D'altro canto, se si propendesse invece per la tesi per cui la limitazione del voto dipendente da una condizione soggettiva dell'azionista incida sul “contenuto” dell'azione (t2), sorgerebbe anzitutto il problema di valutare come si “misuri” questa modifica con riferimento alla forza di voto delle azioni che compongono il pacchetto posseduto dal socio. Anche nell'ambito di questa tesi, in effetti, sul punto si registrano diverse varianti.

Anzitutto, secondo un primo orientamento, l'incisione sul “contenuto” dell'azione si misurerebbe, nella sostanza, in termini di perdita della titolarità del voto delle azioni eccedenti la soglia di capitale (t2a), sicché queste possano essere allora considerate azioni *prive* del diritto di voto, come tali, da scomputarsi ai fini del computo del quorum costitutivo <sup>(66)</sup>. Si noti che, anche qui, in caso di adozione di una clausola di scaglionamento del voto, le azioni incluse in uno scaglione non perdono del tutto il voto, e, dunque, andrebbero a rigore computate nel quorum costitutivo.

Secondo una seconda variante (t2b), invece, si osserva che – e quantomeno sul piano della prospettiva di ricostruzione “qualificatoria” condivisibilmente – se si vuole qualificare la fattispecie del voto scalare o per tetti come azioni a voto condizionato, l'avverarsi della condizione soggettiva del superamento della soglia a cui è collegato il tetto dovrebbe logicamente determinare una eguale

---

<sup>(65)</sup> La soluzione più equilibrata sembra quella di scomputare la frazione del voto pieno che viene sottratta per effetto dello scaglionamento del voto, con ciò allora andando nella direzione di t3 v. *infra*.

<sup>(66)</sup> Questa è la tesi di G. LA SALA, *Principio capitalistico*, op. cit., p. 199 ss. il quale non sembra distinguere tra le differenti ipotesi dei tetti di voto e del voto scaglionato.

e proporzionale contrazione della forza di voto di ogni azione, poiché tutte verrebbero logicamente subordinate alla medesima condizione. Di conseguenza, le azioni non sarebbero mai prive – del tutto – del voto, poiché la forza di voto di ogni singola azione verrebbe automaticamente rimodulata in termini frazionari in funzione del rapporto tra il numero dei diritti di voto spettanti all'azionista per effetto del tetto e il numero delle azioni da questi possedute e, pertanto, tutte le azioni andrebbero sempre computate nel quorum costitutivo, con un meccanismo che non crea differenze effettive neanche nel caso del voto scaglionato <sup>(67)</sup>.

Quest'ultima variante si espone dunque alla medesima censura di cui alla t1a sul piano della diminuzione della facilità di costituzione dell'assemblea poiché aumenterebbero le azioni necessarie per integrare il quorum costitutivo, a differenza che nella prima variante t2a.

La soluzione a nostro giudizio più equilibrata (t3) <sup>(68)</sup> per ricomporre il difficile incastro fra le tesi fin qui descritte, che sembrano tutte prestare il fianco a obiezioni critiche piuttosto serie, vuoi dal versante della prospettiva dell'efficienza dell'attività deliberativa sacrificata da alcune, vuoi invero per una certa incoerenza teleologica o qualificatoria di altre, sembra, invero, suggerita, per forti ragioni di analogia, dal legislatore stesso, al comma ottavo dell'art. 127 *quinquies* T.u.f..

La ragione dell'analogia risiede proprio nell'affinità "morfologica" che si è indagata diffusamente nei precedenti paragrafi tra l'istituto del voto scalare o per tetti e la maggiorazione del voto e nella

---

<sup>(67)</sup> Cfr. G.A. RESCIO, *Tetti di voto, tetti di partecipazione*, in *Principio capitalistico quo vadis? op. cit.*, p. 247, il quale ipotizza questa variante come naturale "sbocco interpretativo" della tesi dell'incisione della limitazione del voto sul piano del contenuto dell'azione (a cui l'autore in altri precedenti scritti sembra in un primo momento aderire sia pure con riguardo alla fattispecie del dividendo maggiorato di cui all'art. 127- *quater* T.u.f., v. in particolare ID, *Clausole di maggiorazione del dividendo*, *op. cit.*, p. 281 ss.); peraltro, l'autore, successivamente, sempre in *Tetti di voto, tetti di partecipazione*, *op. ult. cit.*, p. 249, sembra evolvere il suo pensiero nel senso di tendere a svalutare la rilevanza teorica della questione qualificatoria, cercando invece di misurarne le ricadute applicative nella materia dei quorum, anche se poi sembra riconoscere a p. 254 la tesi t1 quale modalità di computo *residuale* delle azioni oltre la soglia del tetto qualora manchi una diversa esplicita scelta statutaria.

<sup>(68)</sup> Arrivano a questa conclusione, pur non soffermandosi nello specifico sulla relazione tra la qualificazione del voto massimo e scalare (e la maggiorazione del voto) e l'effetto di questa sulla disciplina dei quorum, v. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 144 del 19 Maggio 2015, *Azioni a voto "diverso" e quorum assembleari*, secondo la quale, «in caso di azioni il cui diritto di voto è suscettibile di variazione in dipendenza di situazioni soggettive dell'azionista, si ritiene che: (i) ai fini del calcolo dei quorum il cui denominatore sia costituito dal capitale sociale "totale", si debba computare il numero dei voti spettanti a tutte le azioni emesse, al momento dell'assemblea, tenendo conto delle situazioni soggettive risultanti alla società in forza dei criteri applicabili a seconda delle tecniche di legittimazione e circolazione delle azioni di volta in volta applicabili; (ii) ai fini del calcolo dei quorum il cui denominatore sia costituito dal capitale sociale "rappresentato in assemblea", si debba computare il numero dei voti effettivamente spettanti alle azioni intervenute in assemblea»; aderiscono a questo orientamento anche M. LIBERTINI- A. MIRONE- P. SANFILIPPO, *L'assemblea di società per azioni*, Art. 2368., Milano, 2016, p. 154. Anche la t2a di G.P. LA SALA, *op. loc. ult. cit.* arriva nella sostanza al risultato applicativo di t3, pur attraverso un percorso argomentativo in punto di qualificazione che non si è qui condiviso.

conseguente coerenza di un approccio interpretativo che affronti il problema dell'integrazione dei quorum assembleari in modo unitario per entrambi gli istituti.

La disposizione citata afferma che «se lo statuto non dispone diversamente, la maggiorazione del voto si computa anche per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale»; ciò ovviamente significa che, per la base di calcolo del quorum costitutivo (quanto per quella del quorum deliberativo) si dovrà far riferimento al denominatore al numero totale dei diritti di voto attribuito dalle azioni piuttosto che al dato del numero delle azioni <sup>(69)</sup>.

Ebbene, applicando all'inverso questa regola nella fattispecie di cui all'art. 2351, comma terzo, cod. civ., il quorum costitutivo verrebbe per converso depurato al denominatore dalle azioni eccedenti la soglia statutaria alla quale è collegato il tetto o anche lo scaglionamento del voto (a rilevare sarebbe a quel punto infatti unicamente il dato del numero dei diritti di voto disponibili, a prescindere dunque dalla “natura” della limitazione), con un conseguente aumento della facilità di raggiungimento del quoziente costitutivo dell'assemblea e anche un minor rischio di condizionamento degli altri soci a possibili scelte opportunistiche dei soci sottoposti al tetto di voto <sup>(70)</sup>.

Inoltre, qualora si ammettano nelle s.p.a. chiuse spazi per l'autonomia statutaria nell'introdurre clausole che subordinino il diritto di voto dei soci a condizioni soggettive dei soci anche ulteriori a quelle “tipicamente” previste agli art. 2351, comma terzo cod.civ. e 127 – *quinquies* T.u.f., questa soluzione interpretativa sembra quella che meglio assicura l'efficienza e la coerenza teleologica del

---

<sup>(69)</sup> Il punto è invero pacifico, v. fra i tanti, ASSONIME, *op. cit.*, p.52 ss., per cui «la base di calcolo dei *quorum* deve essere corretta integrando la base di computo (il capitale sociale) con i diritti di voto maggiorato, comprendendo cioè, al denominatore così come al numeratore, tutti i voti potenzialmente esprimibili, anche per effetto della maggiorazione»; G.GUIZZI, *La maggiorazione del voto*, *op. cit.*, p.156.

In questa direzione muove anche il legislatore spagnolo, che ha infatti previsto all'art. 527 *quinquies*, comma secondo che «a estos efectos, en las sociedades cotizadas cuyos estatutos contemplen la atribución de voto doble por lealtad, el quórum de constitución de la junta general previsto en los artículos 193 y 194 se calculará sobre el número total de votos correspondientes al capital suscrito con derecho a voto, incluyendo los votos dobles». In senso critico su questa scelta, proprio perché andrebbe in direzione diversa rispetto alla regola che dovrebbe valere (ex art. art. 193, primo comma LSC) nel caso del voto per tetti o per scaglioni, v. le considerazioni di J. GARCIA DE ENTERRIA, *Spanish Loyalty Shares: Effects on the General Shareholders' Meeting*, *op. cit.*, p. 5.

<sup>(70)</sup> Nell'ordinamento tedesco l' art. 134, I, Aktg, chiarisce che «(...)Bei der Berechnung einer nach Gesetz oder Satzung erforderlichen Kapitalmehrheit bleiben die Beschränkungen außer Betracht», il che letteralmente significa che nel calcolo della maggioranza di capitale necessaria per legge o per statuto non si deve tener conto delle limitazioni derivanti dal tetto di voto (dunque, parrebbe, in linea con l'orientamento qui ritenuto preferibile). L'orientamento maggioritario in dottrina (v. per tutti, O. RIECKERS, *sub* 134, in, *Kommentar zum Aktiengesetz*, III. ed., a cura di Spindler-Stilz, 2015, *Rn.* 28, p. 2319) ritiene però che le azioni sopra soglia, il cui voto sia sospeso, siano sempre interamente computate sia nel quorum costitutivo che in quello deliberativo, laddove essi siano parametrati al capitale (nel caso delle modifiche dell'atto costitutivo, v. § 179, comma secondo, 1 *AktG*). Inoltre, si ritiene che, oltre alla maggioranza di capitale, sarà anche necessaria la maggioranza semplice (*einfache Stimmenmehrheit*, cfr. §133, comma primo *AktG*) dei voti, tenuto conto delle limitazioni dovute al tetto.

sistema, specialmente allorché si tratti di clausole che limitino il voto in conseguenza del realizzarsi di eventi soggettivi legati a comportamenti dei soci contrari all'interesse sociale, con funzione, dunque, "sanzionatoria" (vedi *infra* Cap. III, p. 4.5). Se le azioni di questi soci fossero considerate quali azioni a voto non esercitabile e, pertanto, fossero computate nel quorum costitutivo, si riserverebbe proprio ai soci che si vuole "sanzionare" la possibilità di condizionare il procedimento assembleare, in maniera anche decisiva qualora questi possedano un'ampia aliquota del capitale sociale (e tale condizionamento si verifica, lo si è visto, sia pure in modo diverso, in entrambe le diverse tesi sulla modalità di computo del numeratore del quoziente costitutivo) <sup>(71)</sup>.

Del resto, i soci di minoranza, anche particolarmente esigua, che si trovino ad avere la possibilità, in ragione dello scomputo delle azioni soggette alla limitazione di voto (ma anche nel caso si propenda per t2b), di costituire regolarmente l'assemblea e approvare una certa delibera - con la quale in astratto potrebbero anche insidiare le basi organizzative della società - a danno dei soci di maggioranza, incontrano pur sempre il limite della buona fede nell'esercizio del voto, dalla cui violazione può derivare l'annullabilità della delibera (in questo caso, allora, per una particolarissima ipotesi di "abuso della minoranza"). La legittimazione all'impugnazione della delibera viene infatti accordata dalla dottrina maggioritaria anche all'azionista a voto "sospeso" <sup>(72)</sup>: nel nostro caso, dunque, il socio o il gruppo di soci di maggioranza colpiti dalla limitazione del voto ex art. 2351, comma terzo cod.civ. potranno computare anche tali azioni ai fini dell'integrazione della soglia di capitale necessaria ai sensi dell'art. 2377, comma terzo cod. civ. La soluzione potrebbe invero essere

---

<sup>(71)</sup> E la medesima incoerenza teleologica sembra potersi osservare, del resto, anche nella paradigmatica ipotesi di sospensione legale del voto "sanzionatoria", quella del socio "moroso" di cui all' art. 2344 cod.civ. Non manca tuttavia chi, opportunamente, anche nel caso del socio moroso, propende per la soluzione dell'esclusione delle azioni dal calcolo dei quorum assembleari, in coerenza con lo stato di *quiescenza* che caratterizza la posizione del socio in mora con i conferimenti, v. M. CAMPOBASSO, *sub* 2344, in *Le società per azioni*, a cura di Abbadessa e Portale, I, *op. cit.*, p. 443. Che più in generale questa sia la soluzione corretta in punto di computo dei quorum assembleari delle azioni che si trovino in uno stato di *quiescenza* per la particolare posizione del loro possessore (o ancora "in cerca" di un titolare nel caso siano azioni emesse in un aumento di capitale non ancora sottoscritto, v. sul punto per tutti M.S. SPOLIDORO, *I conferimenti in denaro*, in *Trattato della società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, I\*\*, Torino, 1993,p.485): si pensi all'ipotesi del socio che abbia esercitato il recesso nelle varie fasi della procedura di liquidazione delle azioni di cui all'art. 2437-*quater* cod. civ.(per l'utilizzo in chiave interpretativa della categoria della categoria dello stato di quiescenza per risolvere alcuni problemi di disciplina, sia consentito rinviare a G. M. FUMAROLA - GI. GITTI, *Recesso dell'azionista e diritto agli utili: la "saggia laconicità" del legislatore italiano secondo la High Court of Justice*, in *RDS*, 2020, 2, p. 409 ss.

<sup>(72)</sup> V. in questo senso v. R. LENER, *sub art.* 2377, in *Società di capitali*, a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, p. 550; A. STAGNO D'ALCONTRES, *Invalidità delle delibere assembleari di s.p.a. La nuova disciplina*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum* G.F. Campobasso, II, 2006, p. 181 s.; R. SACCHI-A. VICARI, *Invalidità delle deliberazioni assembleari*, in *Le nuove s.p.a.*, a cura di Cagnasso e Bonfante, I, Bologna, 2010, p. 644; R. RORDORF, *sub art.* 2377, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, cit., p. 849; v. *contra*, prima della riforma, G. ZANARONE, *L'invalidità delle deliberazioni assembleari*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, III, Torino, 1993, p. 295 ss.

diversa nel caso si ritenga che il tetto determini una privazione del voto delle azioni eccedenti, sicché queste ultime non potrebbero essere computate ai fini del riscontro del requisito di legittimazione all'impugnazione (la disposizione menzionata chiarisce infatti che «l'impugnazione può essere proposta dai soci quando possiedono tante azioni aventi diritto di voto (..)»).

Il problema diviene particolarmente rilevante soprattutto nel caso in cui il voto venga limitato nella sua interezza, come nel caso di condizioni soggettive “atipiche” sanzionatorie diverse dalla fattispecie di cui all'art. 2351, comma terzo cod. civ. (in quest' ultima, sino al limite del voto capitario, l'azionista non perde mai del tutto la sua forza di voto) poiché così opinando potrebbe essere preclusa l'impugnazione della delibera “abusivamente” approvata dalla minoranza da parte dei soci, ferma comunque la legittimazione degli amministratori o dei sindaci (che sono, come è naturale, soprattutto nelle società chiuse, espressione della maggioranza). Per prevenire il problema – fermo comunque restando, come avremo modo di osservare da altro angolo visuale anche per altre criticità, v. *infra* 5.4, che sembra comunque preferibile, in ogni clausola atipica che introduca una limitazione di voto connessa all'avverarsi di una predeterminata astratta condizione personale del socio, stabilire nel caso di avveramento di quella, non l'eliminazione integrale del voto di ogni azione ma soltanto per una frazione dell'unità – l'autonomia statutaria potrebbe comunque estendere con specifica clausola la possibilità di intervenire in assemblea (e di conseguenza anche di impugnare la delibera) anche a chi non abbia il diritto di voto, come un buon numero di autori tendono ad ammettere (per una categoria di azioni o anche in generale) <sup>(73)</sup>. Bisogna poi comunque rammentare che la minoranza potrebbe unicamente deliberare sui punti all'ordine del giorno dell'avviso di convocazione, salvo la richiesta di convocazione dell'assemblea da parte dei soci - con indicazione degli argomenti da trattare – che rappresentino almeno il dieci per cento del capitale (cfr. art. 2367 comma primo cod. civ.), calcolato però in questo caso in base al numero delle azioni e non dei voti totali <sup>(74)</sup>.

Più in generale, sul piano sistematico, la soluzione interpretativa a favore dello scomputo delle azioni soggette al voto massimo o scalare dalla base di calcolo del quorum costitutivo è altresì coerente con l' altra ipotesi ove vi è una limitazione “temporanea” o anche “intermittente”, ovvero

---

<sup>(73)</sup> In questo senso v. F. OLIVERO, *L'autonomia statutaria nella nuova assemblea della società per azioni*, in *Riv. Not.*, 2003, p. 873; P. FIORIO, *sub* 2370, in *Il nuovo diritto societario*, *cit.*, p. 535; V. SALAFIA, *L'intervento nell'assemblea della s.p.a. e della s.r.l.* in *Soc.* 2004, p. 678; A. SERRA, *Il procedimento assembleare*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum* G.F. Campobasso, II, 2006, p. 64; C. BUSI, *Assemblea e decisioni dei soci nella società per azioni e nella società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto dell'economia* diretto da Picozza e Gabrielli, Padova, 2008, p. 743 ss.; R. LENER, *L'intervento in assemblea*, in *L'assemblea*, a cura di Lener, Tucci, nel *Trattato di diritto commerciale* fondato da Buonocore, 2012, p. 101.

<sup>(74)</sup> Sul fatto che i limiti al diritto di voto di cui all'art. 2351, comma terzo non si applichino ai diritti della minoranza che prescindono dal diritto di voto, v. per tutti A. ANGELILLIS – M. VITALI, *sub* 2351, *op. cit.*, p. 459 ss. Nello stesso senso come già ricordato si esprime anche l'art. 127-*quinquies* nell'inversa ipotesi della maggioranza del voto.

la fattispecie delle categorie di azioni a voto sospensivamente (o risolutivamente condizionato) di cui all'art. 2351, comma secondo: in questo caso, fintanto che l'evento non si è realizzato, le azioni andranno senz'altro qualificate come azioni prive del diritto di voto e, pertanto, scomutate dal quorum costitutivo <sup>(75)</sup>.

All'inverso, nel caso in cui al realizzarsi della condizione sia collegato un incremento del diritto di voto, la tesi qui ritenuta preferibile consente che questo rafforzamento possa rilevare già in sede di costituzione dell'assemblea e non solo in sede di deliberazione. Nelle ipotesi di azioni a voto plurimo, invero, sono stati avanzati dubbi in dottrina circa il fatto che il rafforzamento del voto debba valere anche in sede di costituzione dell'assemblea, in ragione della necessità di tutela delle minoranze <sup>(76)</sup>. La natura "variabile" dell'alterazione della proporzionalità capitalistica (vedi *amplius* subito *infra* p. 4) conseguente all'utilizzo della tecnica delle condizioni soggettive sembra infatti poter prevenire a monte le preoccupazioni della menzionata dottrina.

### 3.2. *Quorum deliberativi.*

Quanto ai quorum deliberativi, se si dovesse propendere per la t1, le azioni sopra soglia nel caso del tetto andrebbero scomutate, poiché da qualificarsi, a norma dell'art. 2368, comma terzo cod.civ., come azioni per le quali il voto non può essere esercitato. Il quorum deliberativo, dunque, si abbassa, a beneficio della facilità di approvazione delle decisioni.

Nel caso si propenda per la t2a l'effetto, nel caso del tetto di voto, è lo stesso della t1<sup>(77)</sup>; invece, la t2b conduce a un esito diverso. Tutte le azioni, come si è visto, conserverebbero infatti una qualche forza di voto e non potrebbero quindi essere considerate né azioni per le quali il voto non è esercitabile, ma neppure prive del diritto di voto, e, pertanto, non potrebbero, a rigore, essere scomutate dalla base di calcolo del quorum deliberativo <sup>(78)</sup>.

---

<sup>(75)</sup> In questo senso v. M. LIBERTINI- A. MIRONE- P. SANFILIPPO, *L'assemblea di società per azioni, Art. 2368.*, Milano, cit. p. 154 e G.P. LA SALA, *Principio capitalistico, op. cit.*, p. 198.

<sup>(76)</sup> V. infatti in senso negativo P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a M. Libertini*, Giuffrè, 2015, p.10 s., secondo il quale, « con riferimento ai quorum costitutivi, riguardo ai quali: (a) il silenzio legislativo (significativo se raffrontato a quanto previsto per le azioni a voto maggiorato), (b) la maggiore incisività sul sistema dei poteri del voto plurimo rispetto al voto maggiorato, nonché (c) l'esigenza (..) di puntare su una disciplina dell'istituto meglio calibrata nella direzione di assicurare un riequilibrio dei rapporti di potere fra i soci inducono complessivamente a preferire la soluzione che ritiene ininfluenza il voto plurimo per il calcolo dei quorum costitutivi»; G.F. CAMPOBASSO, *Manuale di diritto commerciale*<sup>6</sup>, a cura di M. Campobasso, 2015, p. 239; E. BARCELLONA, *sub art. 2351, comma quarto*, op. cit., p. 592 s. per le delibere con quorum rafforzato di cui all'art. 2369, comma quinto cod.civ.

<sup>(77)</sup> Le azioni prive del voto si scomutano ovviamente anche nella base di calcolo del quorum deliberativo essendo già scomutate a monte da quella del denominatore del quorum costitutivo.

<sup>(78)</sup> In questo senso G.A. RESCIO, *Tetti di voto, tetti di partecipazione*, op. cit., p.255.

Il valore dell'interesse della società alla facilità deliberativa, invero, non può essere sottovalutato, pena il rischio di paralizzare l'efficienza dell'istituto e la sua stessa attrattività per l'autonomia statutaria dei soci. In molti casi, infatti, qualora vi sia una particolare composizione della compagine sociale, si acuirebbe eccessivamente il rischio di paralisi dell'assemblea, con una conseguente disfunzione della fondamentale funzione deliberativa dell'organo assembleare, imprescindibile per la continuazione dell'attività sociale (ex art. 2484, comma primo, n. 3 cod. civ.).

Si consideri al riguardo, ad esempio, un'assemblea straordinaria di una società per azioni chiusa di prima convocazione con un capitale composto da mille azioni, in cui sia posto un tetto di voto in corrispondenza di una soglia di capitale pari a 100 azioni; in questo caso qualora vi siano tre soci, due con 350 azioni ciascuno e uno con le restanti, seguendo la t2b bisognerebbe computare nella base di calcolo le azioni sopra la soglia del tetto, con l'effetto però che l'assemblea in sede di prima convocazione non potrebbe mai deliberare nemmeno con il voto favorevole di tutti i soci.

Di qui, vi sarebbe un conseguente rischio di disfunzionalità nell'attività deliberativa legato alla possibile formazione di minoranze di blocco o addirittura di paralisi decisionali in materie di particolare importanza. E il che sembra un cortocircuito interpretativo davvero affatto desiderabile, se sol si consideri che l'introduzione di un tetto di voto può ben essere introdotta in compagini sociali con pochi soci aventi partecipazioni più o meno equivalenti, per cristallizzare lo stato di controllo attuale e rendere più difficile la scalata per chi miri ad acquisire dall'esterno la maggioranza dei voti nell'assemblea straordinaria <sup>(79)</sup>.

Propendere per t3 conduce allo scomputo delle azioni sopra soglia nel tetto di voto (così come per t1 in entrambe le varianti e t2a), ma anche a meglio conciliare il medesimo risultato con il caso del voto scalare. Invero, se si seguisse un'impostazione formalmente aderente alla prospettiva di ricostruzione qualificatoria adottata da t1 e t2a, le azioni che eccedono la soglia partecipativa alla quale è collegata l'attivarsi di uno scaglionamento del voto, non sarebbero qualificabili né come

---

<sup>(79)</sup> Lo scenario evocato (quello in cui un gruppo ristretto di soci di controllo interessati a mantenere lo stato di chiusura dell'assetto partecipativo mediante un tetto di voto, si da disincentivare i tentativi di assumere il controllo dell'impresa dall'esterno è, invero, uno dei più classici casi di utilizzo di tetti di voto, v. infatti L. CALVOSA, *La Partecipazione eccedente*, op. cit., pp.181 ss.; SANTORO, *sub* 2351, in *La riforma delle società.*, op. cit., p.150 e nella letteratura continentale, *ex multis*, T. BAUMS, *Höchststimmrechte*, cit., p.221 ss.; W. ZÖLLNER- U. NOACK, *One share – one vote*, in *AG*, 1991, p. 117 ss.. Più in generale le altre principali funzioni ascrivibili al tetto e allo scaglionamento del voto individuate dalla dottrina sono le seguenti: i) nelle società ad azionariato disperso la preservazione del carattere diffuso della compagine sociale dalla potenziale formazione di maggioranze stabili v. M. STELLA RICHTER JR., *Trasferimento del controllo e rapporti fra soci*, Milano, 1996, p.83, nt.15; ii) la conservazione di una struttura del capitale paritetica, vedi STANGHELLINI, *I limiti statutari alla circolazione delle azioni*, Milano, 1997, p.64 e N. ABRIANI, *sub* 2351, in *Il nuovo diritto societario*, op. cit., p.327 s., iii) ostacolare l'assorbimento di una società all'interno di un gruppo, conservando tuttavia la possibilità di assumere la veste di capogruppo in altre società che non abbiano previsioni analoghe, cfr. sul punto G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, op. cit. spec. p. 48 e 151 s.



azioni a voto non esercitabile, né come azioni prive del voto.

In particolare, nelle delibere in cui è richiesta una maggioranza di capitale (assemblea straordinaria di prima convocazione nelle società chiuse e assemblea straordinaria di seconda convocazione nei casi oggetto di quorum speciali in quelle aperte) bisognerà conteggiare al denominatore della frazione il totale dei voti attribuiti dalle azioni; nelle delibere in cui è richiesta la maggioranza dei voti del capitale rappresentato il denominatore verrà formato scomputando la quota di capitale in mano ai soci intervenuti oggetto delle limitazioni di voto.

*3.3. Un punto di arrivo: “Voting capital” quale parametro di computo dei quorum assembleari e nessi con il problema della qualificazione del diritto di voto subordinato a condizioni soggettive dei soci (i.e. sospensione vs privazione del voto).*

Tornando infine a concentrarci sul problema della qualificazione, bisogna precisare che la tesi t3, sembra conciliabile con la ricostruzione qualificatoria per cui le limitazioni di voto collegate a un tetto o a uno scaglione di voto incidano sul contenuto dell’azione, seppur con una prospettiva differente tanto da t2a che da t2b. Sembra in primo luogo da escludersi, come già notato, che l’avverarsi della condizione possa ripercuotersi solo sulle azioni sopra-soglia privandole del tutto del voto; allo stesso tempo però non si condivide l’effetto a cui porterebbe t2b con riguardo alle ricadute derivanti dalla qualificazione sulle modalità di computo dei quorum, pur condividendone in prima battuta la prospettiva qualificatoria. Se è vero che tutte le azioni conserverebbero una forza di voto frazionaria in funzione del rapporto tra il numero dei diritti di voto spettanti all’azionista per effetto del tetto o dello scaglionamento e il numero delle azioni da questi possedute, cionondimeno, potrebbe ritenersi, per giustificare l’effetto di scomputo dalla base di calcolo dei quorum assembleari dei voti eccedenti la soglia, che l’abbassamento della forza di voto di ogni azione per la medesima frazione determini comunque una “*privazione*” del voto ai sensi dell’art. 2368, comma primo, cod. civ., sia pure “parziale”, proprio in considerazione della natura “oggettiva” dell’incisione della limitazione sul contenuto dell’azione. Se si volesse invece seguire la tesi qualificatoria “personalistica”, l’unica strada per ammettere l’effetto di scomputo dai quorum di t3, sarebbe quella di sostenere che le «azioni per le quali il voto non può essere esercitato» siano solo quelle oggetto di una sospensione *legale* del diritto di voto e non *statutaria*.

Si è parlato, pur con riguardo ad altre tematiche – manifestazioni di un più ampio disegno sistematico che si rinviene chiaramente nella disciplina delle società quotate – differenti da quella dell’evoluzione della “natura” del capitale sociale nella sua funzione di parametro organizzativo di computo dei quorum assembleari, di trasformazione da “capitale di partecipazione” a “capitale di governo”, nel senso di intendere il capitale non come numero delle azioni ma come numero dei diritti

di voto complessivamente disponibili <sup>(80)</sup>.

A noi sembra, in definitiva, che la trasformazione in “*voting capital*” possa essere in generale la regola *suppletiva* in presenza di clausole che alterino la regola *one share – one vote* mediante il condizionamento del voto a eventi riguardanti una situazione personale del socio, non solo con riguardo ai quorum deliberativi <sup>(81)</sup> (ove, in effetti il fenomeno è indiscutibile poiché l’art. 2368, comma terzo cod. civ. esclude dal denominatore della frazione sia le azioni prive di voto, sia le azioni per le quali il voto non può essere esercitato), ma anche - si è creduto di poter dimostrare - con riguardo ai quorum costitutivi.

Non si deve però temere di violare, aderendo a questa tesi, il divieto di abbassamento dei quorum minimi “di capitale” stabiliti dalla legge. Il dubbio potrebbe invero sorgere poiché risulta chiaro che, per effetto dell’applicazione di un tetto o di uno scaglione (e più in generale per condizioni soggettive limitative “atipiche”), potrebbe restringersi la base di calcolo al punto da consentire a soci che abbiano un numero di azioni inferiore alle soglie “di capitale” fissate dalla legge di comunque validamente costituire l’assemblea e approvare la delibera <sup>(82)</sup>.

Questo dubbio, in realtà, sembra poter essere fugato, poiché, a ben vedere, il divieto di abbassamento dei quorum minimi parametrati al capitale nominale ha una valenza imperativa allorché sia vigente la regola suppletiva *one share – one vote* <sup>(83)</sup>; invece, qualora l’autonomia statutaria abbia prescelto un diverso sistema di distribuzione del voto (e perlomeno ciò deve valere con riguardo al sistema qui approfondito delle clausole che subordinino una limitazione del diritto di voto a una

---

<sup>(80)</sup> F. GUERRERA, *La scissione tra proprietà e voto nella s.p.a.: doveri, abusi, rimedi*, in *Principio capitalistico quo vadis?*, op. cit., p. 199 s. In questo senso sicuramente l’art. 127- *quinquies*, comma ottavo si può riallacciare ad altre norme della disciplina delle società quotate (si pensi, ad es., all’art. 120 secondo comma T.u.f. che, ai fini dell’identificazione della nozione di “partecipazione rilevante” precisa che, nelle società con azioni a voto plurimo o con maggioranza del voto, “*per capitale si intende il numero complessivo dei diritti di voto*”.

<sup>(81)</sup> E ciò deve a parere nostro valere anche nelle delibere con quorum rafforzato di cui all’art. 2369, comma quinto cod. civ. previste per l’assemblea straordinaria di seconda convocazione nelle società per azioni che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

<sup>(82)</sup> Si pensi ad una società per azioni chiusa con capitale di mille azioni, con tre soci. Il socio A ne possiede 700 e i soci B e C 150 a testa. Applicando un tetto di voto fissato alla soglia delle 100 azioni, secondo la variante t3, potrebbe essere integrato il quorum costitutivo dell’assemblea straordinaria di seconda convocazione anche e solo con la presenza dei soci B e C, che però non posseggono (almeno) 334 azioni, ovvero l’aliquota di capitale richiesta per l’assemblea straordinaria di seconda convocazione.

<sup>(83)</sup> Per una posizione minoritaria contraria, per cui i quorum deliberativi minimi di capitale sarebbero abbassabili nelle società che non ricorrono al mercato del capitale di rischio salvo quelli menzionati dall’art. 2369, comma quinto cod. civ. si veda F. MAGLIULO – F. TASSINARI, *Il funzionamento dell’assemblea di s.p.a. nel sistema tradizionale*, Milano, 2008, p. 212 ss. e F. TASSINARI, *sub 2368-2369*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, cit., p. 627 ss. Per l’opinione maggioritaria, si vedano, *ex multis*, F. GALGANO, *Il nuovo diritto societario. Trattato di diritto commerciale*, 2003, Padova, p. 215; C. MONTAGNANI, *sub 2368*, in *Società di capitali, Commentario, op. cit.*, p.490; G. FAUCEGAGLIA – G. SCHIANO DI PEPE, *sub 2368*, in *Codice commentato delle società per azioni*, a cura di Faucegaglia e Schiano di Pepe, Padova, 2007, p. 405;

“condizione soggettiva” del socio), tale divieto assume la funzione di comunque preservare la regola maggioritaria, sia pure entro abiti diversi, quando cioè essa venga parzialmente depurata dalla sua tendenziale componente “capitalistica” per effetto della compresenza nel sistema di allocazione del diritto di voto di un criterio integrativo (legato nell’ipotesi in discorso alla condizione personale degli azionisti) <sup>(84)</sup>.

Ben inteso, l’autonomia statutaria conserva comunque, all’inverso, la facoltà di eventualmente calibrare una doppia maggioranza (sia di “*voting capital*” che di capitale nominale calcolato secondo il criterio del numero delle azioni) per le materie più sensibili (e rafforzando così addirittura più che nel modello legale suppletivo la tutela delle minoranze), come, invece, di selezionare alcune materie in cui conservare il criterio della maggioranza di capitale, ma così di fatto disattivando in quelle delibere l’effetto limitativo o rafforzativo della clausola di condizionamento del voto a eventi soggettivi introdotta in statuto <sup>(85)</sup>.

Inoltre, in questa direzione parrebbe potersi delineare per le società per azioni “chiuse” uno spazio per l’adozione, su base volontaria, non solo di clausole che restringano la base di calcolo eliminando le azioni dei soci colpiti dalla limitazione di voto, ma anche, sembrerebbe, di procedure di *whitewash* statutarie, mediante la predeterminazione di alcune specifiche ipotesi di delibere in cui il potere decisionale sia traslato in favore di una categoria di soci. Almeno quando essi siano selezionati secondo criteri che, volendo ad esempio replicare quanto prescritto dal Regolamento Operazioni Parti Correlate adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 Marzo 2010 <sup>(86)</sup>,

---

<sup>(84)</sup> In questa direzione, Massima n. 144, *cit.*, CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO e, pur con riguardo alla peculiare fattispecie del voto capitario di controversa ammissibilità nelle s.p.a., v. anche G. LA SALA, *Voto non proporzionale*, *op. cit.*, p. 177.

<sup>(85)</sup> Il tema è approfondito specie in materia di maggioranza del voto e voto plurimo, ove si è sovente sottolineato da più parti l’esigenza di selezionare le materie in cui possano operare i congegni della maggioranza e del voto plurimo, ammettendoli ove essi siano funzionali alla stabilizzazione del governo societario e disattivandoli (restaurando così la regola di proporzionalità nel voto) nelle delibere più sensibili per le minoranze; in questo senso v. le considerazioni di P.G. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, *op. cit.*, p. 454 ss.; N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggioranza del diritto di voto degli azionisti fedeli*, in *Giustizia civile. com* (del 29 settembre 2014), p.7 ss.; M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo*, *op. cit.*, p. 274 ss.; P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo*, *op. cit.*, p. 9 ss.; F. GUERRERA, *La scissione tra proprietà e voto nella s.p.a.: doveri, abusi, rimedi*, *op. cit.*, p. 215.

<sup>(86)</sup> Per quanto riguarda il meccanismo di *whitewash*, come è noto, nelle materie di competenza assembleare (nonché nelle delibere di competenza consiliare devolute all’approvazione dell’assemblea ai sensi dell’art. 2364, comma primo, n. 5), allorché gli amministratori o i consiglieri indipendenti abbiano espresso un avviso contrario rispetto all’operazione con parti correlate, la relativa delibera non può essere eseguita ove manchi il voto favorevole della “maggioranza dei soci non correlati votanti”, eventualmente anche in subordine alla ulteriore condizione che i soci non correlati presenti in assemblea rappresentino una determinata aliquota di capitale, non superiore al dieci per cento (cfr. art. 11, comma terzo Regolamento Parti Correlate). Sui profili normativi e sistematici suscitati dalla disciplina delle operazioni con parti

consentano di identificarli quali soci di minoranza votanti “non correlati”<sup>(87)</sup>, ma anche, più in generale, secondo altri criteri (che verranno approfonditi più avanti) legati alla violazione di prefissati obblighi statutari - relativi ad esempio ad obblighi di “fedeltà” variamente declinati nei confronti della società - o di ulteriori interessi soggettivi o condizioni personali dei soci, purché coerenti con la complessiva *ratio* – sottesa nell’istituto in discorso – di assicurare una maggiore condivisione dell’interesse sociale tra maggioranza e minoranza in specifiche situazioni di potenziale conflitto di interesse <sup>(88)</sup>. Si tratterebbe di un c.d. meccanismo di *majority-of-minority solution*, che, replicando l’effetto della “sterilizzazione” legale del voto, si limiterebbe a «privare il voto di alcuni soci di una parte dei propri effetti», in conseguenza dell’attribuzione, nella sostanza, di un voto determinante (o se si preferisce di un doppio quorum simile a quello di cui all’art. 2393, comma sesto cod. civ.) alla categoria dei soci a cui si riferisce la clausola <sup>(89)</sup>.

---

correlate si v., senza pretesa di completezza, P. ABBADESSA, *Assemblea e operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, in *Le operazioni con parti correlate*, a cura di Cariello, Milano, p. 17 ss.; P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, in *Giur. comm.*, 2011/I, p. 319 ss.; M. MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, in *Riv. dir. comm.* 2010, p. 887 ss.; M. STELLA RICHTER JR., *Le procedure per le operazioni con parti correlate*, in *Riv. soc.* 2011, p. 64 ss.; M. NOTARI, *La “sterilizzazione” del voto nelle società per azioni: appunti in tema di “whitewash” e dintorni*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, p. 743 ss.; F. GUERRERA, “Interessi” degli azionisti e partecipazione “differenziata” ai processi decisionali (considerazioni sul c.d. whitewash nelle società aperte), in *Riv. dir. soc.* 2015/I, p.94 ss.

<sup>(87)</sup> Ovvero diversi dai soggetti controparte dell’operazione o dei soggetti correlati ad essa o alla società. Il minimo regolamentare (derogabile “in aumento” dall’autonomia privata) con riferimento all’identificazione delle categorie di soci “correlati” si rinviene nel principio contabile internazionale IAS 24, a cui la Consob non ha effettuato però un rinvio formale per evitare che evoluzioni regolamentari giustificate da ragioni di natura strettamente contabile possano influire sulla disciplina, v. sul punto e per un’analisi casistica delle singole ipotesi concernenti l’elemento soggettivo della fattispecie G. PRESTI, *sub art. 2391 bis*, in *Le società per azioni*, a cura di Abbadessa e Portale, *op. cit.*, p. 1360-1362.

<sup>(88)</sup> Come osserva P. ABBADESSA, *Assemblea e operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, *op. cit.*, p. 29 la disciplina in materia di parti correlate non contrasta con l’art. 2373 cod. civ., sicché questa norma non potrebbe essere certamente invocata per negare in astratto la replicabilità su base volontaria di procedure assembleari di *whitewash* da parte di una società per azioni chiusa. Si esprime a favore dell’estendibilità, in determinate fattispecie selezionate in via statutaria, di procedure di *whitewash* anche al di fuori delle società aperte, F. GUERRERA, “Interessi” degli azionisti e partecipazione “differenziata” ai processi decisionali (considerazioni sul c.d. whitewash nelle società aperte), *op. cit.*, p. 122 ss.; ID, *La scissione tra proprietà e voto nella s.p.a.: doveri, abusi, rimedi*, *op. cit.*, p. 222.

<sup>(89)</sup> V. M. NOTARI, *La “sterilizzazione” del voto nelle società per azioni*, *op. cit.*, p. 752 s., p. 761, il quale ritiene che in ciò si sostanzi la cifra distintiva della “sterilizzazione” del voto prevista dal legislatore in materia di operazioni con parti correlate (e anche per alcuni aspetti in materia di esenzione dall’obbligo di o.p.a. obbligatoria) e la sua differenza rispetto alla sospensione del voto di cui all’art. 2368, comma terzo cod.civ. La “sterilizzazione” del voto prevista dal legislatore nelle discipline menzionate sarebbe piuttosto per l’autore infatti assimilabile al c.d. voto determinante attribuibile nella s.p.a. a una categoria di azioni, con la differenza rispetto a quest’ultima ipotesi che le azioni dotate in concreto del voto determinante non sono individuate oggettivamente *a priori*, ma in modo contingente in ragione delle caratteristiche e degli interessi della (categoria) dei soci che le detengono. In questa direzione v. anche le riflessioni di F. GUERRERA, “Interessi” degli azionisti e partecipazione “differenziata” ai processi decisionali, *op. cit.*, p. 115 s. e di G. GUIZZI, *Gli azionisti e l’assemblea delle società quotate tra mito e realtà*, in *Riv. dir. soc.*, 2011/1, p. 16, nt. 42 e di G. PRESTI, *sub art. 2391 bis*, *op. cit.*, p. 1372, secondo il quale sarebbe improprio l’utilizzo dell’espressione della c.d. “maggioranza della

4. Considerazioni sulla “natura” dell’alterazione della proporzionalità capitalistica mediante la tecnica di diversificazione del diritto di voto in subordine a condizioni soggettive dei soci. Quali limiti “quantitativi” alla dissociazione tra numero di voti e numeri di azioni ?

Ci si volge ora ad approfondire il tema della “natura” dell’alterazione della tendenziale proporzionale correlazione tra numero delle azioni e numero dei voti nelle società per azioni non quotate conseguente all’adozione statutaria della tecnica di subordinazione del diritto di voto a condizioni personali dei soci, valutandola in particolare in raffronto a quella conseguente all’utilizzo della tecnica delle categorie azionarie. Da ciò dipende l’individuazione di eventuali limiti all’effetto di disarticolazione della proporzionalità tra l’entità della partecipazione e il numero dei voti esercitabili da parte di un socio mediante il ricorso alla prima tecnica.

Anzitutto, nel caso di una “condizione soggettiva” che limiti il diritto di voto solo di un gruppo predeterminato e distinto di azioni, sorge il problema di valutare se debba essere rispettato il limite generale dell’art. 2351, secondo comma cod.civ.

La *ratio* della norma *de qua* è quella di preservare una valenza imperativa, nell’ambito del voto sottoproporzionale (mediante categorie di azioni), tra la correlazione tra la forza di voto oggettivamente attribuita dalle azioni possedute e la soglia di capitale minima che consente il controllo di diritto della società. In altre parole, la norma mira a evitare che il controllo della società possa essere “cristallizzato” a favore di azionisti che rappresentino una soglia di partecipazione al capitale eccessivamente esigua<sup>(90)</sup>.

---

minoranza”, essendo piuttosto maggiormente calzante il riferimento a un “doppio quorum” concettualmente simile a quello di cui all’art. 2393, comma sesto, cod. civ.

<sup>(90)</sup> Sulla desiderabilità di un limite di alterazione della regola one-share one-vote il panorama in dottrina è davvero sconfinato, ci si limita quindi da un lato a fornire alcune sommarie indicazioni bibliografiche sui filoni interpretativi più battuti, dall’altro anche a tentare di trarre alcune generalissime indicazioni di carattere metodologico utili ai fini della presente indagine.

Gli argomenti spesi in favore della preferibilità della regola *one share – one vote*, fanno leva soprattutto su considerazioni di analisi economica del diritto, sviluppate nel dibattito angloamericano. Da un lato si evidenzia come la regola di proporzionalità è quella che assicura la più efficiente allocazione degli incentivi alla migliore “gestione” dell’impresa, poiché chi più investe, e quindi più rischia, è il soggetto che è più fisiologicamente incentivato ad assumere le decisioni più efficienti per la massimizzazione dell’interesse sociale (su questo profilo, per tutti, F.H.EASTERBOOK-D.R.FISHEL, *The economic structure of corporate law*, Harvard University Press, 1996, p.63 ss. Inoltre, assicurare al soggetto che ha investito più capitale la maggior influenza nelle delibere assembleari è anche lo scenario che più minimizza il rischio di estrazione di benefici privati, poiché il potere di “controllo” sarà assegnato all’azionista che razionalmente ha il disincentivo massimo ad “estrarre” valore dall’impresa, essendo per lui correlativamente maggiore il rischio di diminuzione del valore della partecipazione v. S.J. GROSSMAN – O.D. HART, *One share-one vote and the market for corporate control*, in *Journal of Financial Economics*, 1988, p. 175 ss. .

Sommando i due argomenti i sostenitori più accesi della desiderabilità della regola *one share – one vote* giungono ad affermare che i sistemi di voto non proporzionali tendenzialmente cagionano una distorsione nell’efficienza decisionale

Nel caso di una selezione delle azioni a cui applicare una condizione soggettiva limitativa, tuttavia, non sembra emergere un'alterazione del potere di voto pienamente "stabile", poiché se anche tutti i soci che possiedono le azioni integrassero l'evento condizionante e, dunque, incorressero in una limitazione del voto, cionondimeno, essa sarebbe meramente contingente e transeunte. I soci, per le successive delibere, potrebbero infatti evitare di trovarsi nella situazione oggetto dell'evento dedotto nella condizione (proprio in ragione del suo carattere "personale" e quindi potenzialmente variabile di assemblea in assemblea) o, comunque, se alienassero le azioni, il voto potrebbe pienamente "risorgere" a seconda della concreta condizione personale del socio acquirente.

Si potrebbe quindi propendere, in ragione di questa diversità "strutturale", a espungere la *species*

---

della società, mentre invece il mantenimento della proporzionalità garantisce la migliore allocazione degli incentivi nella generale dinamica dell'esercizio del diritto di voto. Questo indirizzo interpretativo, che trova ampio seguito anche in Italia v. per tutti E. BARCELLONA, *Rischio e potere nel diritto societario riformato* (tra *golden quota di s.r.l. e strumenti finanziari partecipativi di s.p.a.*), Torino, 2012, *spec.* p. 175 ss., anche per l'analitica ricostruzione bibliografica delle varie posizioni, nella sostanza finisce poi per postulare che l'interesse sociale debba coincidere con l'interesse alla massimizzazione del valore dell'investimento degli azionisti (secondo una logica di "shareholders primacy theory"), meglio espresso, per l'appunto, dagli azionisti che più hanno investito.

A nostro giudizio sembra opportuno diffidare dalle posizioni in materia troppo rigide, che accordino sempre e comunque preminenza sul piano dell'efficienza delle scelte statutarie al canone di rigida proporzionalità. La realtà socio economica della moltitudine di società per azioni che costellano la pratica è talmente varia, da risultare forse aprioristico attribuire una qualche presunta superiorità a un assetto di voto proporzionale, e ciò soprattutto con riguardo alle società per azioni non quotate, ove, invece, è particolarmente forte l'esigenza di allentare la rigida correlazione capitalistica sia nel momento (precedente) dell'assegnazione delle azioni in ragione del conferimento effettuato, ma anche in quello (successivo) della determinazione della forza di voto di ogni azione posseduta dai soci. Uno degli argomenti più spesso evocati a favore di sistemi di voto non proporzionali è non a caso quello dell'incentivo all'accesso al mercato dei capitali che, a detta di molti, sarebbe favorito dall'introduzione di categorie di azioni a voto plurimo (o comunque, già prima, con le azioni prive del diritto di voto), poiché altrimenti il costo da diluizione del controllo per molti imprenditori potrebbe essere superiore al beneficio della raccolta di capitali "esterni", v. S. ALVARO-A. CIAVARELLA-D. D'ERAMO-N. LINCiano, *La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo*, *op. cit.* p. 53 ss. Questa volontà traspare infatti chiaramente dalla riforma del 2014, anche se poi i detrattori di questa tesi hanno sovente replicato che l'allargamento qualitativo e quantitativo del catalogo degli strumenti di alterazione della proporzionalità, in un sistema capitalistico come il nostro a ristretta base azionaria, permette un eccessivo rafforzamento della posizione di controllo, con le relative conseguenze non desiderabili che da ciò possono seguire. Anche a tacere delle dinamiche di concorrenza tra ordinamenti (invero decisive per spingere il legislatore italiano verso la riforma del 2014 a seguito del noto caso Fiat), a quest'ultima obiezione sembra però potersi replicare, più in generale, che se è anche forse vero che sul piano della razionalità economica a una forte disarticolazione tra rischio dell'investimento e potere di influenza consegue un'allocazione degli incentivi di per sé in astratto non ottimale, cionondimeno bisogna sempre tenere in considerazione la realtà sostanziale degli interessi delle varie "categorie" di soci (v. in questa direzione, in particolare, G.M. HAYDEN- M.T. BODIE, *One share, one vote and the false promise of shareholder homogeneity*, in *Cardozo Law Review*, 2008, p. 446 ss. Infatti, soprattutto nel caso di forte polarizzazione tra una componente imprenditoriale e finanziaria (come tipicamente accade nel *venture capitalism*), è proprio la diversa natura dei soci che richiede di disequilibrare la correlazione capitalistica dei rispettivi investimenti, in funzione della diversa condizione personale degli stessi e del valore implicito da riconoscere a colui che concepisce, guida e sviluppa l'idea e l'attività imprenditoriale. In questa direzione, per una prospettiva volta a sottolineare il ruolo del "contratto" e della negoziazione in riferimento alle dinamiche di alterazione tra rischio e potere si veda M. NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere*, *op. cit.*, p. 412 ss.

delle azioni a voto condizionato a eventi attinenti a situazioni personali dei soci dal *genus* delle azioni a voto limitato di cui al 2351, secondo comma cod. civ., con la conseguenza di non ritenere applicabile alle prime il limite di emissione della metà del capitale sociale <sup>(91)</sup>, oppure di ammetterlo, ma solo in via indiretta (come è stato proposto proprio con riguardo al voto scalare) <sup>(92)</sup>.

Ancora, si potrebbe pensare di innalzare il suddetto limite all'emissione di azioni a voto subordinato a una condizione limitativa "intermittente" alla soglia del 87,5 % meno un'azione del capitale <sup>(93)</sup>. La soglia indicata, rappresenta la percentuale che si ottiene per la sottrazione del moltiplicatore minimo che secondo la dottrina maggioritaria può consentire - mediante il cumulo delle azioni prive del voto e a voto plurimo <sup>(94)</sup> - di ottenere il controllo di diritto della società (se non si ritiene ammissibile il cumulo si potrebbe assumere la soglia del 75 % del capitale meno un'azione, corrispondente alla sottrazione del moltiplicatore minimo ottenibile utilizzando alternativamente o le azioni a voto plurimo o quelle prive del diritto di voto).

Il tenore letterale dell'art. 2351, comma secondo cod.civ. offre però, a nostro avviso, un argomento difficilmente superabile a favore della tesi per cui l'applicazione selettiva a un gruppo predeterminato e distinto di azioni di una regola di condizionamento del voto in senso limitativo subordinata all'avverarsi di un evento riguardante una situazione personale del socio non possa eccedere la metà del capitale sociale. E ciò, proprio in ragione della qualificazione delle azioni che ne sono destinatarie quali *azioni a voto subordinato a condizioni non meramente potestative*, anche

---

<sup>(91)</sup> In questa direzione v. A. ANGELILLIS – M. VITALI, sub 2351, *op. cit.*, p. 446, nt. 224; M. CIAN- C. SANDEI, sub 2351, in *Commentario* del Codice Civile diretto da Gabrielli, *op. cit.* p. 940 ss.; M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, *op. cit.*, p. 594 nt. 1; U. TOMBARI, *Le categorie speciali*, *op. cit.*, p. 978; da ultimo, con posizione peculiare v. I. POLLASTRO, *Il voto condizionato nelle società di capitali*, *op. cit.*, p. 114., la quale sembra escludere dall'applicazione del limite della metà del capitale, anche qualora si tratti di una clausola selettiva e non di generale applicazione a tutte le azioni, il «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 nelle mani dello stesso soggetto». L'autrice sostiene, invece, che debbano rientrare nel limite della metà del capitale sociale le condizioni suscettibili di realizzarsi «una volta per tutte, in quanto creano una situazione di menomazione del potere di alcuni azionisti potenzialmente stabile».

<sup>(92)</sup> Vedi Massima 136 del CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, del 13 maggio 2014, "*Azioni a voto contingentato o scaglionato*", secondo la quale «nel caso in cui invece il voto contingentato o scaglionato si riferisca ad una o più categorie di azioni, il limite previsto dall'art. 2351, comma 2, cod.civ. è rispettato non solo quando le azioni di categoria speciale non eccedano la metà del capitale sociale, ma anche quando il numero complessivo dei voti esprimibili dalla totalità delle azioni sia almeno pari alla metà delle azioni complessivamente emesse».

<sup>(93)</sup> Si noti peraltro che in Francia, la recente *Loi Pacte*, l. 486 del 22 maggio 2019, ha previsto la possibilità di alzare la soglia massima di azioni prive di voto dal 50 % al 75% nelle s.p.a. non quotate (cfr. il nuovo art. L. 228-11, comma terzo)

<sup>(94)</sup> v. n. 82 per le indicazioni bibliografiche sull'ammissibilità di tale cumulo.

a prescindere dalla presenza o meno di un altro “diritto diverso”<sup>(95)</sup>.

Tuttavia, il “prezzo” sul piano dell’armonia sistematica da pagare in ragione dell’adesione alla tesi più restrittiva, sarebbe la giustificazione di una diversità di trattamento rispetto all’ipotesi di una regola condizionale soggettiva limitativa applicata a tutto il capitale sociale<sup>(96)</sup>. In quest’ultimo caso, come meglio chiariremo a breve, sembra certamente da escludere un’applicazione analogica del divieto di emissione di azioni a voto limitato oltre la metà del capitale sociale.

In realtà, ad un’analisi più attenta, questo disagio interpretativo sembra poter essere temperato. È certamente vero infatti che, come poc’anzi segnalato, in caso di una categoria di azioni a voto sottoproporzionale e condizionato a eventi soggettivi, la limitazione del voto è solo eventuale, possibilmente transeunte e non ha quindi l’attitudine a cristallizzare in favore delle altre azioni a voto pieno un potere di controllo “strutturale”. Tuttavia, che lo si condivida o meno sul piano della coerenza teleologica, il vero obiettivo della norma rimane quello di impedire, qualora vi siano azioni a voto pieno che non possono subire neanche potenzialmente una limitazione del voto, che vi possa contemporaneamente essere (per evitare una cristallizzazione del “potere” dei soci che posseggono le azioni a voto pieno) un’aliquota superiore alla metà del capitale sociale costituita da azioni che, anche solo eventualmente, possano subire una limitazione del voto, a prescindere dalla “natura” (e dalla temporaneità) di questa limitazione.

Decisiva conferma si rinviene dalla contigua fattispecie delle azioni a voto limitato a particolari argomenti. Se si considera, infatti, una categoria di azioni con voto limitato solo in un perimetro circoscritto di delibere, non sufficiente, quindi, a impedire strutturalmente la cristallizzazione del controllo della società a favore delle altre azioni, cionondimeno (e specularmente all’ipotesi appena menzionata delle azioni a voto sottoproporzionale e condizionato ad eventi soggettivi) sarebbe sicuramente difficile, per non tradire il tenore letterale della disposizione e l’intenzione del legislatore, argomentare in favore della non applicazione del limite di emissione dell’art. 2351, secondo comma cod.civ. alle (categorie di) azioni a voto limitato della tipologia descritta.

---

<sup>(95)</sup> Se si propendesse invece per la tesi dell’incisione delle clausole che subordinano l’intensità del diritto di voto a condizioni personali degli azionisti sul piano della legittimazione all’esercizio del diritto, invero, la soluzione più naturale dovrebbe essere quella per cui il limite della metà del capitale sociale non sarebbe da applicarsi qualora vi sia una selezione della regola a una parte predeterminata e distinta di azioni. La ragione sarebbe però a nostro avviso legata al fatto che, a rigore, non incidendo la limitazione sul “contenuto” dell’azione, questa non potrebbe trasmettersi anche ai successivi acquirenti delle azioni, sicché non si avrebbe allora un’alterazione “stabile” della proporzionalità dell’assetto partecipativo, con ciò non essendovi allora ragione per applicare analogicamente l’art. 2351, secondo comma cod. civ.

<sup>(96)</sup> Avverte questo disagio sistematico in particolare I. POLLASTRO, *op. ult. cit.*, p.110, la quale afferma che «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, comma secondo cod.civ.», per poi arrivare a proporre un’interpretazione «adeguatrice» (esclusione dal limite in parola del voto “intermittente”).



In entrambi i casi, infatti, diverrebbe esercizio interpretativo troppo arbitrario (con grave rischio di incertezza del diritto) individuare quali limitazioni del voto eventuali (nel caso di condizioni soggettive) e quali limitazioni del voto ad alcune delibere, possano realizzare o meno un'alterazione "stabile" e, quindi, essere attratte entro il limite imperativo della metà del capitale sociale.

Diversamente, nel caso del voto sovrapporzionale, non è invero possibile ricavare dal dato normativo alcuna soglia di capitale entro cui debba essere contenuta l'emissione di azioni a voto plurimo condizionato in dipendenza dell'avveramento di condizioni personali dei soci predeterminate in astratto, ai sensi dell'art. 2351, comma quarto cod. civ. <sup>(97)</sup>. Ci pare decisiva, in tal senso, l'osservazione per cui il limite massimo dei tre voti per azione denoti la scelta del legislatore di utilizzare un criterio, finalizzato ad evitare un allentamento eccessivo della proporzionalità capitalistica dell'assetto partecipativo, diverso da quello del contenimento entro un'aliquota di capitale.

L'effetto di massima disarticolazione del principio capitalistico, non a caso, è il medesimo conseguibile mediante un assetto di voto sottoporzionale: il controllo di diritto della società può essere ottenuto (in caso venga prescelto alternativamente o un sistema di voto sovrapporzionale o sottoporzionale) solo da un'azionista che possieda almeno un quarto più una delle azioni del capitale. Questa soglia, in realtà, scende poi a un ottavo delle azioni più una, se si ritiene legittimo il cumulo delle categorie di azioni a voto plurimo e a voto limitato, come è peraltro sostenuto dalla dottrina assolutamente maggioritaria <sup>(98)</sup>.

Se dunque un limite, sia pur di carattere *quantitativo*, continua a ergersi come nucleo imperativo (residuo) del principio di proporzionalità allorché si utilizzi la tecnica dell'emissione delle categorie

---

<sup>(97)</sup> Contra L. SCHIUMA, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto: considerazioni d'ordine sistematico e ricadute sulla configurazione capitalistica della s.p.a.* in *RDS*, 2019/II, p. 317 ss., secondo la quale anche alle azioni a voto plurimo si dovrebbe applichi il limite di cui all'art. 2351, 2° comma, c.c., e lo si applicherebbe per l'esigenza di tutela la indefettibile presenza di almeno un'aliquota di capitale composta da azioni ordinarie (per l'autrice, per l'appunto, la metà del capitale sociale). Per le opinioni contrarie sul punto si rimanda *supra* alla nt. 10).

<sup>(98)</sup> Ottenibile con il 12,5 % di azioni a voto plurimo nel caso ovviamente di un capitale composto per metà da azioni prive del diritto di voto e, per le restanti (il 37,5 %), ordinarie. Ritengono opinabile la questione, C. ANGELICI, in *Aa. Vv. Voto maggiorato, voto plurimo cit.*, p. 216 e A. ZOPPINI, *Patti di sindacato, possesso mediato e azioni a voto multiplo e maggiorato*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto, cit.*, p. 42; contrari M. LIBERTINI, in *M. LIBERTINI – C. ANGELICI, Un dialogo sul voto plurimo e diritto di recesso*, in *Riv. dir. comm.* 2015, I, p. 1 ss.; L. SCHIUMA, *Governo societario ed esercizio del diritto di voto*, in *Governo del diritto societario e diritto di voto*, a cura di Schiuma, Padova, 2015, p. 50 s. e ID, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto: considerazioni d'ordine sistematico e ricadute sulla configurazione capitalistica della s.p.a., op. loc. ult. cit.*; a favore, *ex multis*, E. BARCELLONA, *sub 2351, comma quarto*, in *Le società per azioni, op. cit.*, p. 589; P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in *Impresa e Mercato*, Studi dedicati a Mario Libertini, *cit.*, p. 11; M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema, op. cit.*, p. 270; G. FERRARINI, *Voto plurimo e voto maggiorato tra autonomia statutaria e principio di proporzionalità*, in *Regole del mercato e mercato delle regole*, a cura di Carcano, Mosca, Venturuzzo, Milano, 2016, p. 255.

azionarie, rimane invece da compiutamente chiarire e approfondire l'interrogativo se, nell'ipotesi di condizioni soggettive limitative applicate a tutte le azioni del capitale (specie qualora si ammettano anche varianti "atipiche" rispetto all'art. 2351, comma terzo cod. civ. che, come già rilevato, tende a "democratizzare" l'assetto partecipativo), sia possibile individuare un qualche limite al disallineamento tra numero di voti e numero di azioni <sup>(99)</sup>).

L'assenza di limiti parrebbe giustificarsi, in prima battuta, in ragione del fatto che, come già poc'anzi notato, l'eventuale maggioranza raggiunta, dovuta alla contingente situazione personale dei soci, non è certamente assimilabile alla maggioranza potenzialmente immutabile di un assetto partecipativo caratterizzato dall'emissione di più categorie di azioni. Infatti, il socio che si trovi ad avere la maggioranza per effetto di una clausola del primo tenore, se da un lato può assicurarsi "potestivamente" di non integrare egli stesso l'evento condizionante, dall'altro è esposto al rischio che gli altri soci possano riottenere i voti, sia per la cessazione della situazione personale oggetto dell'evento condizionante, sia per l'eventuale cessione delle azioni a terzi che non la integrino. Ma vi è di più: rispetto all'ipotesi di applicazione selettiva a parte delle azioni di una regola di voto condizionato a eventi soggettivi, nel caso di regola applicata a tutto il capitale, tutte le azioni possono eventualmente subire una qualche limitazione del diritto di voto, sicché, logicamente, qualsivoglia azionista in astratto considerato sarà esposto al rischio di patire la limitazione e non solo quelli che possiedono le azioni destinatarie della regola selettiva.

Quest'osservazione allevia anche i motivi di perplessità che potrebbero sorgere sul piano formale con riguardo alla qualificazione della fattispecie del voto per tetti o per scaglioni quali situazioni soggettive condizionate delle azioni: è chiaro che così opinando si finirebbe per assumere l'esistenza di un capitale sociale interamente composto da una categoria azionaria a voto limitato, ma, ciò nondimeno, l'apparente stridore sul piano letterale con l'art. 2351, secondo comma cod. civ. verrebbe ricomposto, poiché - lo si è chiarito - il divieto menzionato opera in presenza di diverse categorie di azioni (anche le azioni a voto ordinario, in presenza di un'altra categoria, costituiscono una categoria di azioni).

---

<sup>(99)</sup> Sembra individuarlo, pur nel caso di un'applicazione selettiva del limite in presenza di diverse caratteristiche soggettive dei soci (tema che verrà approfondito *infra* v. p. 5.), G. A. RESCIO, *Tetti di voto, tetti di partecipazione, Tetti di voto, tetti di partecipazione, in Principio Capitalistico quo vadis ?* a cura di Briolini, Torino, 2015, p. 242; l'autore ha infatti modo di affermare che nel caso di applicazione di un tetto di voto a categorie di azionisti, «sembra evidente che le categorie di azionisti, nella misura in cui sia consentito farvi ricorso in sede di limitazione del voto, non possono essere utilizzate per eludere i limiti posti alle categorie di azioni in questa materia e rimane pur sempre ferma l'esigenza manifestata dalla disposizione citata, per cui, in presenza di limiti al voto, almeno la metà delle azioni emesse devono non essere assoggettate a limiti di tal fatta, cosicché i voti complessivamente esprimibili in assemblea siano almeno la metà di quelli che sarebbero esprimibili se per tutte le azioni valesse il principio *one share – one vote*».

In definitiva, sembra invero esercizio interpretativo assai arduo, se non invero financo vano, ricercare una qualche soglia di capitale entro cui comunque dover contenere questo possibile effetto di disallineamento tra voti disponibili e numero delle azioni conseguente all'introduzione di una clausola generale che subordini in senso limitativo il voto degli azionisti in dipendenza dell'avverarsi di eventi riguardanti una condizione personale del socio. In ragione della natura "variabile" dell'alterazione della proporzionalità capitalistica conseguente all'adozione di queste clausole, diversa rispetto a quella "strutturale" conseguente all'emissione di più categorie azionarie, si ritiene che non sia allora possibile estendere, si direbbe "analogicamente", i limiti che valgono per queste ultime alle prime. Anche alla luce della valutazione della desiderabilità della regola *one share – one vote* secondo la prospettiva dell'analisi economica del diritto <sup>(100)</sup>, giova notare che, la maggioranza "non proporzionale", se di natura "variabile" (come nel caso del condizionamento del voto in subordine a condizioni personali" degli azionisti), sembra minimizzare il rischio di estrazione di benefici privati, poiché questo si lega a una situazione di stabile controllo della società <sup>(101)</sup>, soprattutto allorché la sospensione o la sterilizzazione del voto delle azioni del socio di maggioranza sia conseguenza (cfr. anche *supra* p. 3.3), rispettivamente, della violazione da parte di quest'ultimo di un qualche obbligo o di una potenziale conflitto di interessi predefiniti statutariamente. Inoltre, allargando lo sguardo sistematico più in generale al c.d. principio di corrispondenza tra rischio e potere dopo le riforme del 2003 e 2014, ci si avvede che, sebbene questo conservi ancora alcune "roccaforti" (anche se sempre più "diroccate" come, in *primis*, appunto, l'alterazione della regola *one-share, one vote* mediante categorie di azioni), l'utilizzo combinato di diverse tecniche permette un pressoché totale allentamento del rapporto tra i due elementi <sup>(102)</sup>.

---

<sup>(100)</sup> V. *supra* nt. 90.

<sup>(101)</sup> Cfr. in tal senso G.M. HAYDEN - M.T. BODIE, *One share, one vote and the false promise of shareholder homogeneity*, *op. ult. cit.*, p. 447).

<sup>(102)</sup> Che, in termini più generali, il principio di proporzionale correlazione "capitalistica" tra rischio dell'investimento e potere di chi ottiene il controllo della società non trovi più imperativa cogenza nel sistema attuale, tanto da risultare, mediante l'utilizzo combinato di diverse possibilità che la disciplina della s.p.a. offre, «regola suppletiva», senza che possa essere individuato un qualche «limite di sistema» è un assunto invero da condividere, v. M. NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere nelle società di capitali: un canone fondamentale o una regola suppletiva?*, *op. cit.*, spec. p. 380 ss. Si esprimono nel senso di un progressivo tramonto del principio di proporzionalità anche U. TOMBARI, *Le azioni a voto plurimo*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggioranza del voto*, *cit.*, p. 27; P. MONTALENTI, *Azioni a voto maggiorato e azioni a voto plurimo: prime considerazioni*, *ivi*, p. 30; M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio un'azione un voto: tra azioni a voto multiplo e maggioranza del voto*, *cit.*, p. 921; A. POMELLI, *Rischio di impresa e potere di voto nella società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie*, in *Giur. comm.* 2008, I, p. 525; G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nella società per azioni*, *op. cit.*, 2007, p. 145. Tendono invece ad accordare ancora al principio di proporzionalità una qualche residua rilevanza tipologica, E. BARCELLONA, *sub* 2351, comma quarto, *Le società per azioni*, *op. cit.*, p. 569; M. BIONE, *Il principio della*

Dunque, i soci che rappresentino una soglia di capitale anche inferiore al 25% più un'azione, nella contingente situazione di allocazione del voto conseguente all'effetto di una clausola generale che condiziona in senso limitativo il voto in subordine a una situazione personale dei soci, potrebbero validamente costituire un'assemblea in cui è richiesta un'aliquota di capitale (e ciò grazie all'effetto di trasformazione del capitale in "voting capital", a prescindere dalla "natura" della limitazione statutaria, anche nel computo del denominatore del quoziente costitutivo, a ragione dell'interpretazione ritenuta preferibile al p.3) e approvare la delibera. Certo, come si vedrà più innanzi (con specifico riguardo all'ipotesi del tetto minimo per l'esercizio del diritto di voto – v. par 5.4, ma con considerazioni che varranno in generale anche per qualsiasi altra condizione soggettiva limitativa del voto "atipica", su cui v. *amplius* p. 4 Cap. III), va comunque scongiurato il rischio di paralisi assembleare in cui si incorerebbe qualora tutti i soci integrino la condizione soggettiva a cui è collegata l'eliminazione integrale del voto di ogni azione.

Diversamente, nel caso si applichi una regola generale di condizionamento a una situazione personale dei soci, con effetto di rafforzamento del voto, il limite dei tre voti per azioni - necessariamente da applicarsi poiché tutte le azioni del capitale che ne sono destinatarie andrebbero pur sempre qualificate quali azioni a voto plurimo condizionato - assicura che l'effetto di disallineamento tra voti e numero di azioni non possa comunque permettere ad azionisti che non posseggano almeno il 25% più una azione del capitale di poter avere in ogni caso la maggioranza assoluta dei voti in assemblea.

Qualora invece si combinino contemporaneamente diverse condizioni soggettive limitative e rafforzative, di nuovo generali, vi è la possibilità che, in alcune contingenti situazioni, l'alterazione della proporzionalità capitalistica, sia pure in modo non strutturale, possa portare soci che posseggano soglie inferiori al 25 % del capitale (o anche, almeno teoricamente, al 12,5 %) a poter regolarmente costituire l'assemblea e approvare una delibera.

Ebbene, una volta messe in luce le profonde tensioni che l'apertura alla tecnica della subordinazione del diritto di voto a condizioni personali dei soci può comportare rispetto all'interpretazione più tradizionale di alcuni principi del diritto societario, si è di nuovo avvisati della necessità di calibrare con attenzione quali condizioni soggettive atipiche possano eventualmente essere oggetto di una regolazione statutaria, nonché la "misura" della limitazione o del rafforzamento

---

*corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema, op. cit., p. 268; M. MAROCCHI, Sull'attualità della correlazione tra potere e rischio nella s.p.a. riformata, in Contratto e Impresa, 2014, p. 260; G. FERRARINI, Voto plurimo e voto maggiorato tra autonomia statutaria e principio di proporzionalità, op. cit., p. 255; B. MASSELLA DUCCI TERI, Il Decreto competitività: prime riflessioni sul voto plurimo e sulle loyalty shares all'italiana, in Riv. Dir. comm. 2014, p. 470; G. GUIZZI, La maggioranza del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica, op. cit., p. 153; M. S. SPOLIDORO, Il voto plurimo: i sistemi europei, in Riv. Soc. 2015, p. 469.*

dei voti collegate all'avveramento degli eventi oggetto delle stesse, anche in considerazione dell'esigenza di giustificare sul piano teleologico il peculiare effetto che la loro adozione in statuto può comportare con riguardo agli equilibri nella allocazione dei diritti amministrativi e nel conseguente svolgersi delle dinamiche assembleari.

5.1 Autonomia statutaria e «fattispecie (di “condizioni soggettive”) tipiche a contenuto atipico» <sup>(103)</sup> nel diritto di voto. *L'accertamento della condizione.*

Anzitutto, il primo contesto che va approfondito è quello dell'effettivo spazio per l'autonomia statutaria nel modellare le piuttosto vaghe nozioni di “possesso” e “detenzione continuativa” delle azioni assunte, rispettivamente, dall'art. 2351, terzo comma cod. civ. e 127 *quinquies* T.u.f., come presupposti degli eventi oggetto delle condizioni soggettive dei soci applicabili al diritto di voto tracciate dalle norme menzionate.

Si badi, non si vuole quindi affrontare il suddetto problema nell'ipotesi di silenzio dello statuto. Se cioè in tale scenario sia preferibile accordare preferenza a un rigoroso criterio formale di titolarità delle azioni, oppure si debba privilegiare un'ottica più attenta agli interessi sostanziali in gioco (per tentare di neutralizzare in via interpretativa altrimenti facili manovre elusive) è questione di notevole importanza e delicatezza, ma che esula dalla linea direttrice di questa indagine <sup>(104)</sup>.

---

<sup>(103)</sup> Si è presa a prestito nel titolo del paragrafo l'efficace espressione «fattispecie tipiche a contenuto atipico» di G.B. PORTALE, *Tra "deregulation" e crisi del diritto azionario comunitario*, in AA. Vv., *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, p. 374 ss.

<sup>(104)</sup> Nel caso di silenzio statutario la dottrina è divisa tra chi tende a interpretare la nozione di “possesso” delle azioni accordando preferenza ad un criterio formale improntato su una posizione di titolarità delle azioni che attribuisca il diritto di voto, più rispettoso del tenore letterale della disposizione, la quale stabilisce infatti che la limitazione si applica «in relazione alla quantità di azioni possedute da uno stesso soggetto» (in questo senso vedi soprattutto G.P. LA SALA, *Voto non proporzionale*, *op. cit.*, p.140 ss. e V. SANTORO, *sub 2351*, in *La riforma delle società*, *op. cit.*, p. 151 s.) e chi ritiene che debba preferirsi un criterio sostanziale, per cui dovrebbe computarsi nella soglia rilevante ai fini dell'attivazione del tetto anche le azioni in riferimento alle quali un socio, pur non vantando un titolo che attribuisca in senso formale il possesso, si trovi comunque ad assumere il potere di influenzare in modo decisivo le modalità con cui il voto ad esse riferibile venga espresso (v. in questo senso soprattutto L. CALVOSA, *La partecipazione eccedente*, *op. cit.*, p. 215 ss.; N. ABRIANI, *sub 2351*, in *Il nuovo diritto societario*, *op. cit.*, p. 330 e A. STAGNO D'ALCONTRES, *sub 2351*, in *Società di capitali*, *op. cit.*, p. 308.

Lo stesso problema, rileva specularmente nell'istituto della maggiorazione del voto, ove la valutazione di quali vicende siano idonee a interrompere la detenzione continuativa ai fini del positivo decorso del *vesting period* può risultare problematica. I primi commentatori sembrano più in generale orientarsi nel senso di accordare preferenza al criterio “sostanziale”. Qualora lo statuto non si pronunci, bisognerebbe cioè adoperare per risolvere i casi dubbi un criterio *teleologico* improntato sulla valutazione del mantenimento, da parte del soggetto che si trovi a esercitare il diritto di voto, di una costante propensione di investimento “di lungo periodo”, misurabile in termini di continua condivisione del rischio imprenditoriale della società; cfr. E. BARCELONA, *sub art. 127 quinquies Tuf*, *op. cit.*, p. 3971 ss. e ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, *Circolare n. 10/2015*, p. 45 ss.

Per ciò che soprattutto rileva ai nostri fini, è interessante infatti notare che la considerazione statutaria di quali vicende giuridiche inerenti le azioni concorrano nel definire le relative nozioni di “possesso” e “detenzione”, attiene a una specificazione della situazione personale dell’azionista, poiché diviene dirimente, per verificare l’attivarsi o l’elidersi, rispettivamente, della limitazione o del rafforzamento del voto, valutare globalmente l’intera sfera giuridica del rapporto tra il socio e la sua partecipazione. Dunque, un attento utilizzo degli spazi rimessi all’autonomia statutaria nel cesellare la nozione di possesso e detenzione delle azioni permette non solo di meglio presidiare sul piano teleologico l’effettività degli istituti del voto scalare e della maggiorazione del voto, ma anche (ed è questo che ci preme soprattutto sottolineare) di consentire l’innesto nell’organizzazione societaria, rispetto al caso del silenzio statutario (in cui sembra forse tendenzialmente preferibile un approccio più formalisticamente fedele alle nozioni base legali, per un’esigenza di certezza del diritto), di un margine di “personalizzazione” ulteriore dell’assetto partecipativo, attraverso l’assegnazione di una diretta rilevanza statutaria a vicende che, di per sé, riguardano pur sempre la sfera negoziale personale dei singoli soci, o anche, come vedremo a breve, perfino l’esistenza di loro legami plurisoggettivi, qualora questi siano suscettibili di costituire unitari centri di interesse coerenti, sul piano teleologico, con gli istituti in commento.

Non stupisce rilevare che nelle esperienze comparatistiche ove il principio di proporzionalità assume connotati più rigorosi, si tende ad interpretare restrittivamente gli spazi per l’autonomia statutaria nel precisare la nozione legale di possesso azionario necessaria ai fini del computo della quota azionaria a cui sono collegati i limiti di voto, proprio in ossequio al riconosciuto carattere *eccezionale* delle alterazioni della regola *one share-one vote* <sup>(105)</sup>. Nel dibattito italiano, ove, come *supra* osservato, si è invece progressivamente riconosciuta l’attenuazione dei tratti imperativi del principio di proporzionalità, sembrano dunque scorgersi maggiori spazi per esplorare i margini di manovra dell’autonomia statutaria nel plasmare in senso più estensivo (o restrittivo) le nozioni legali

---

<sup>(105)</sup> Nell’ordinamento tedesco ritengono che lo statuto non possa individuare fattispecie di elusione dei limiti di voto ulteriori rispetto a quelle tassative previste al §134 *Abs.* 1, 3-4, *ex multis*, G. SPLINDER, *sub* §134, in *Aktiengesetz Kommentar*<sup>3</sup>, a cura di Schmidt, Lutter, *cit.*, Rz. 26; S. GRUNDMANN, *sub* §134, in *Aktiengesetz, Großkommentar, op. cit.*, Rn. 73, p. 396; T. TRÖGER, *sub* 134 *Aktg.*, in *Kölner Kommentar*<sup>3</sup>. h. Zöllner, Noack, 2004, p. 104 s.; D. SCHRÖDER, *Umgehung der aktienrechtlichen Stimmrechtsbeschränkung*, DB, 1976, p. 1095; W. HEFERMEHL, *Zur Zurechenbarkeit fremden Aktienbesitzes bei Festsetzung eines Höchststimmrechts für Aktionäre*, in *Festschrift für Oskar Möhring*, München, 1973, p. 103 ss. Nell’ordinamento spagnolo, parimenti, si sostiene che, in virtù della natura eccezionale delle deroghe al principio capitalistico, la nozione legale di possesso azionario al fine del computo dei limiti di voto non possa essere superata dall’autonomia statutaria, v. in questo senso per tutti, A. TOBIO RIVAS, *Limitaciones de los derechos de asistencia y voto del accionista*, Madrid, 1995, p.107 ss. e A. RECALDE CASTELLS, *Limitacion estatutaria del derecho de voto en las sociedades de capitales*, Madrid, 1996, p. 27 ss.

assunte dalle fattispecie tipiche di allocazione non proporzionale del voto in subordine a condizioni personali dei soci.

Tutto ciò porta anche ad un problema di *accertamento* del verificarsi delle condizioni stabilite dalla norma statutaria, di cui parimenti dovrà farsi carico l'autonomia statutaria, per agevolare il delicato problema del doversi acclarare in quali esatti termini e tempi debba effettuarsi la cristallizzazione della condizione personale dei soci, ai fini del riscontro della legittimazione al loro intervento e voto in assemblea. In questa direzione, depone del resto l'art. 127-*quinquies* T.u.f., comma secondo, che attribuisce all'autonomia statutaria il potere di stabilire le «modalità per l'attribuzione del voto maggiorato e per l'accertamento dei relativi presupposti»<sup>(106)</sup>.

### 5.2 La nozione statutaria di «possesso» del pacchetto azionario nei tetti e scaglionamenti di voto. L'estensione plurisoggettiva della “base di calcolo” della quota di possesso azionaria.

Nella direzione che ai nostri fini interessa, giova notare che gli autori che si sono soffermati sul punto, accordino un ampio margine di manovra all'autonomia statutaria nel poter ampliare la nozione di «*possesso*» delle azioni nella fattispecie di cui all'art. 2351, comma terzo, cod. civ., ricomprendendo nella soglia di capitale a cui è collegato il tetto o uno scaglione di voto anche le azioni in riferimento alle quali un socio, pur non vantando formalmente un titolo proprietario (o altro

---

<sup>(106)</sup> Cfr. sul punto CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima 144, *cit.*, nella quale si afferma che, in ogni caso in cui la regola *one share-one vote* sia alterata in subordine di una condizione personale del socio, «allorché la base di calcolo sia data dal “capitale rappresentato”, (...) si deve tener conto delle condizioni soggettive relative a tutte le azioni intervenute, mentre d'altro canto non rilevano (con riferimento al capitale rappresentato) le condizioni soggettive relative alle azioni non intervenute. Quando invece la base di calcolo sulla quale si deve verificare il quorum (costitutivo o deliberativo che sia) è data dal “capitale totale”, (...) si deve tener conto delle situazioni soggettive risultanti alla società al momento di inizio dell'assemblea, in forza delle tecniche di legittimazione e circolazione delle azioni di volta in volta applicabili. Il che significa che: (i) se le azioni sono incorporate in certificati azionari, l'accertamento del numero di voti spettanti al momento dell'assemblea viene effettuato in base ai certificati azionari esibiti ai fini dell'intervento, per le azioni intervenute, e alle risultanze del libro dei soci, per le azioni non intervenute; (ii) se le azioni non sono incorporate in certificati azionari, avendo la società deciso di non emetterli ai sensi e per gli effetti dell'art. 2346, comma 1, c.c., l'accertamento del numero di voti viene effettuato, per tutte le azioni, in base alle risultanze del libro dei soci; (iii) se le azioni non sono incorporate in certificati azionari, avendo la società optato per il regime di dematerializzazione ai sensi degli artt. 83-bis e seguenti T.u.f., l'accertamento del numero di voti viene effettuato in base alle certificazioni inviate dagli intermediari ai fini dell'intervento, per le azioni intervenute, e alle risultanze del libro dei soci, per le azioni non intervenute. È peraltro possibile, e in tal caso assume rilevanza ai fini anche dell'accertamento del numero dei voti per il computo della base di calcolo, che lo statuto faccia dipendere la modifica, verso l'alto o verso il basso, del numero dei voti spettanti alle singole azioni, da una procedura di accertamento preventivo, che consente pertanto alla società di sapere, in ogni momento, quale sia il numero totale dei voti spettanti a tutte le azioni in circolazione». Nello stesso senso v. M. LIBERTINI- A. MIRONE- P. SANFILIPPO, *sub* 2368, *op. cit.*, p. 155 nt. 30, i quali altresì sottolineano come nel caso di emissione dei titoli azionari la posizione degli assenti non può che risultare dal libro soci, sicché potrebbero verificarsi disallineamenti rispetto alla situazione effettiva nel caso questo non sia ancora aggiornato in caso di acquisti di azioni mediante girata.

titolo legittimante *ex lege* il diritto di voto, ad. es usufrutto), si trovi comunque, per effetto di alcune vicende negoziali, a ottenere il “potere” sostanziale di influenzare l’esercizio del voto da esse attribuito <sup>(107)</sup>).

Basti pensare, ad esempio, al caso dell’intestazione fiduciaria, in cui il trasferimento della titolarità formale delle azioni e la conseguente iscrizione nel libro dei soci è spesso “svuotato” sul piano sostanziale mediante appositi accordi paralleli per i quali il fiduciante possa impartire istruzioni vincolanti sull’esercizio del voto al fiduciario<sup>(108)</sup>, ovvero al contratto di riporto, in cui il voto può

---

<sup>(107)</sup> Ed invero, riconosce ampi spazi in questa direzione anche chi preferisce l’applicazione del criterio formale nel caso di silenzio dello statuto; v. ad es. G.P. LA SALA, *Voto non proporzionale*, *op. cit.*, p. 151. In senso permissivo v. anche gli altri autori citati alla nt. precedente. Nell’ordinamento tedesco il § 134, *Abs 1, Satz 3 AktG*, stabilisce espressamente che « Die Satzung kann außerdem bestimmen, daß zu den Aktien, die dem Aktionär gehören, auch die Aktien rechnen, die einem anderen für seine Rechnung gehören », sicché, qualora lo statuto espressamente attivi tale clausola, potranno essere computate nella partecipazione di un socio anche tutte quelle possedute da altri per suo conto, potendovi così rientrare tutte le ipotesi in cui vi sia una dissociazione tra formale titolarità delle azioni e reale interesse economico e all’esercizio del diritto di voto; v. in questo senso, *ex multis*, più di recente, S. GRUNDMANN, *sub §134*, in *Aktiengesetz, Großkommentar*, *cit. Rn. 72-73*; G. SPLINDER, *sub §134*, in *Aktiengesetz Kommentar*<sup>3</sup>, *op. cit.*, *Rz. 26*; per ulteriori riferimenti v. G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, *op. cit.*, p. 140 s. nt. 100-101.

<sup>(108)</sup> Il tema dell’intestazione fiduciaria delle azioni richiede alcuni rilievi di approfondimento anche in considerazione dell’interesse pratico sempre vivo sulla questione suscitato da un variegato panorama di pronunce giurisprudenziali. Come è noto, secondo l’impostazione della fiducia cd. “romanistica”, più vicina alla consuetudine dell’ordinamento civilistico italiano, il negozio fiduciario ha natura complessa poiché vede il collegamento di due negozi: l’uno (in prevalenza ricondotto al mandato senza rappresentanza (v. in questo senso, *ex multis*, *Cass.*, 8 maggio 2009, *cit.*, e già *Cass.*, 23 giugno 1998, n. 6426, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2000, I, 46), rilevante sul piano dei rapporti esterni, ove vi è il trasferimento della piena proprietà del bene in capo al fiduciario (con le relative conseguenze in tema di legittimazione all’esercizio delle situazioni giuridiche connesse alla titolarità dominicale del bene); l’altro, nell’ambito dei rapporti interni, ove vige un accordo obbligatorio nel quale le parti disciplinano i caratteri della relazione “fiduciaria” tra loro intercorrente, con la puntuazione dei termini dell’obbligo di ritrasferimento del bene, nonché delle modalità di godimento e disposizione di esso che il fiduciario *medio tempore* deve osservare in osservanza delle istruzioni del fiduciante. Secondo l’impostazione della fiducia c.d. “germanistica”, invece, il negozio fiduciario comporta solamente il trasferimento della legittimazione in capo al fiduciario, conservandosi in capo al fiduciante la piena titolarità del bene, con un meccanismo di piena “scissione” tra titolarità e legittimazione che ha incontrato comprensibili resistenze nella giurisprudenza e nella dottrina italiana. Si è infatti spesso fatto notare, *ex multis*, G.B. PORTALE – E. GINEVRA, *Intestazione a società fiduciaria di azioni non interamente liberate e responsabilità per i conferimenti residui*, in *Riv. soc.* 2011, p. 434 s., che l’ordinamento italiano non conosce una norma analoga al § 185 BGB tedesco, relativa all’istituto della c.d. *Ermächtigung*, che trova addentellati nella disciplina azionaria agli §§ 129, *Abs.3*, e 135, *Abs.7*, *AktG*. Ad ogni modo in giurisprudenza si registrano delle aperture verso meccanismi di fiducia germanistica, come nel caso delle società fiduciarie disciplinate nella legge n. 1966 del 1939. In questo senso v. da ultimo *Cass. Sez. I civ.* 14/2/2018, n. 3656, la quale ha rilevato, sia pure incidentalmente, che nell’ambito di intestazione e amministrazione di partecipazioni sociali a società fiduciarie di cui alla legge 1666/1939 - non invece nel caso di intestazione ad altri soggetti - spetterebbe la legittimazione in capo al fiduciante ad esperire, in qualità di socio, essendo costui il titolare il proprietario effettivo della partecipazione, l’azione di responsabilità contro gli amministratori ex art 2395 cod.civ.; v. anche sulla effettiva proprietà in capo ai fiduciari nell’ambito di rapporti fiduciari di cui di cui alla legge 1666/1939, già *Cass.*, 21 maggio 1999, n. 4943, in *Giust. civ.*, 1999, I, p. 2635; *Cass.*, 23 settembre 1997, n. 9355, in *Foro it.*, 1999, I, p. 1324; *Cass. Sez. Unite* 10 dicembre 1984, n. 6478, in *Foro it.*, 1985, I, p. 2325; nella giurisprudenza di merito *Trib. di Milano*, ord. 23 novembre



---

2018, n. 50173, che, nella nota vicenda Mediaset. S.p.a.- Vivendi S.A., ha chiarito che la società emittente può sollevare nei confronti della società fiduciaria di cui alla legge 1966/1939, per paralizzare l'esercizio dei diritti amministrativi, tutte le eccezioni personali di cui all'83 *septies* T.u.f. (e quindi, per identità di *ratio*, ex art. 1993 cod.civ.) che la società emittente avrebbe potuto sollevare al titolare effettivo dell'azione se non vi fosse stato lo schermo del mandato fiduciario. In senso contrario, riconoscendo ogni fiduciario quale referente della disciplina societaria, con la conseguente legittimazione ad esercitare i diritti sociali connessi alla titolarità delle azioni, sul presupposto che l'interposizione fiduciaria realizzerebbe un'interposizione reale (aderendo così alla c.d. fiducia romanistica) v. più di recente Tribunale Roma sez. III, 21/02/2017 n. 3410 (che ha negato la legittimazione del fiduciante all'impugnazione della delibera anche nel caso di società fiduciaria che istituzionalmente svolga attività di amministrazione di beni); Trib. Roma sez. III, sent., 30/06/2016; Trib. Pavia, sent. 25/05/2011 (che ha riconosciuto il fiduciario quale unico soggetto legittimato ad esercitare il diritto di recesso); Cass., 8 maggio 2009, n. 1059; Trib. Milano, sent. 13 febbraio 2008 in *Banca Borsa*, 2008, II, p. 498 ss. con nota di De Luca; Trib. Milano, 1 febbraio 2001, in *Società*, 2001, p. 973; App. Milano 15 ottobre 1993, ord., in *Le Società*, 1994, p. 217 (ha escluso in capo al fiduciante la sussistenza di una posizione soggettiva tale da legittimare la richiesta di provvedimenti ex art. 2409 cc); Trib. Torino 18 settembre 1993, in *Società*, 1994, p.87.

In dottrina riconoscono spazi a meccanismi di fiducia "germanistica" in materia di partecipazioni azionaria, argomentando a partire dalla riconducibilità delle azioni ai titoli di credito, in virtù della particolare attitudine dei secondi a conoscere vicende di distinzione tra titolarità e legittimazione, v. N. LIPARI, *Il negozio fiduciario*, Milano, 1964, p. 444; P.G. JAEGAER, *Sull'intestazione fiduciaria di quote di società a responsabilità limitata*, in *Giur. comm.* 1979, p. 187 ss.; U. CARNEVALI, voce Intestazione fiduciaria, in *Dizionario di diritto privato a cura di Irti*, 3, *Diritto commerciale e industriale*, a cura di U. Carnevali, Milano, 1981, p.458; in seguito A. ZOPPINI, *La nuova disciplina dei finanziamenti dei soci nella società a responsabilità limitata e i prestiti provenienti da "terzi" (con particolare riguardo alle società fiduciarie)*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, p. 417 ss.; A. ZOPPINI -U. TOMBARI, *Intestazione fiduciaria e nuova disciplina dei gruppi di società*, in *Contr. impr.* 2004, p. 1104 ss. Più di recente, peraltro, non si è mancato di sottolineare come l'utilizzo dell'"etichetta" di fiducia germanistica non sembra del tutto calzante - già a monte poiché non è del tutto coincidente con l'effettivo stato dell'arte nell'ordinamento tedesco (ove la fiducia "romanistica" - echte Treuhand - o « vera fiducia », è di per sé preferita alla *Legitimationstreuhand* o *Ermächtigungstreuhand*, fiducia « di legittimazione », v. G.B.PORTALE – E. GINEVRA, *op. ult. cit.* p. 435 s. Inoltre, si osserva che lo schema fiduciario di partecipazioni sociali determina in ogni caso una scissione sul piano soggettivo a cui non può rimanere indifferente l'organizzazione societaria, sicché il rapporto fiduciario non può allora essere unicamente confinato sul piano dei rapporti interni nelle sembianze di un mandato. La vicenda, anche in particolare al fine di ricostruire gli obblighi in capo al fiduciario (e al fiduciante), potrebbe essere allora meglio colta sul piano possessorio, nel senso di intendere il fiduciario un detentore qualificato in virtù di un formale affidamento del bene (elemento di per sé non necessario nell'interposizione e come tale idoneo a distinguere l'intestazione fiduciaria da quest'ultima) ad un terzo conseguente all'intestazione a costui della partecipazione sociale, piuttosto che su quello degli effetti di un vero e proprio negozio, con la conseguenza di potersi ritenere applicabile i rimedi restitutori di cui all'art 1148, comma primo e art. 2038, comma secondo cod. civ. Cfr. E. GINEVRA, *La partecipazione fiduciaria nella s.p.a.*, Milano, 2012, *passim*; i cui approdi interpretativi sono ripresi in termini più sintetici anche in ID, *La fiducia: il fenomeno e le tipologie. fiducia "romanistica", "germanistica", "anglosassone"*, in *La Fiducia e i rapporti fiduciari*, a cura di Ginevra, Milano, 2014, p. 107 ss. Nella stessa direzione v. anche C. FRIGENI, *La partecipazione fiduciaria nel diritto vivente*, *ivi*, p. 429 ss., secondo il quale (p. 432) bisognerebbe distinguere, al fine di verificare a chi tra il fiduciante e il fiduciario sia applicabile una data norma societaria, se questa sia riferita al titolare dell'interesse economico sotteso all'investimento azionario o piuttosto al titolare della posizione organizzativa dinnanzi alla società (oppure ad entrambi). Nel caso del silenzio statutario è controversa in dottrina la modalità di computo ai fini dell'applicazione di un limite di voto delle azioni possedute da uno stesso soggetto qualora egli ne abbia intestato alcune fiduciarmente ad altro soggetto: alcuni sostengono il computo di queste in capo al fiduciario, a prescindere dal fatto che il voto spetti al fiduciante, in base all'assunto che il formale titolare delle azioni è il primo, v. G. P. LA SALA, *Voto non proporzionale*, *op. cit.*, p.149 e V. SANTORO, sub 2351, in *La riforma delle società*, *op. cit.*, p. 151; R.LENER, *Intervento in assemblea e voto del trustee*, in *Trust e att. Fiduc.*, 2002, p. 510 ss., il quale sottolinea la rilevanza per la società del trustee perché costui è formalmente

essere comunque assegnato - ben inteso, sul piano dei rapporti interni tra i contraenti e non nei confronti della società<sup>(109)</sup> - al riportato (art. 1550, comma secondo cod.civ.), dimodoché egli possa conservare il potere sostanziale sulle azioni, pur non essendone il formale proprietario.

Del resto, il legislatore nel codice civile in alcuni segmenti di disciplina stabilisce criteri volti a considerare unitariamente in capo al fiduciante anche la partecipazione del fiduciario: si pensi all'art. 2359, comma secondo cod. civ. che precisa il computo ai fini della nozione di controllo di cui ai num. 1) e 2) del primo comma anche dei voti spettanti a società fiduciaria, o in materia di acquisto di azioni proprie all'artt. 2357, comma quinto (che estende la disciplina prevista per l'acquisto di azioni proprie anche agli acquisti effettuati da società fiduciaria) cod. civ., o ancora agli artt. 2358, comma settimo e 2360, comma primo cod. civ. che, rispettivamente, proibiscono di accettare in garanzia azioni proprie e la costituzione e l'aumento del capitale mediante sottoscrizione reciproca di azioni, anche nel caso tali operazioni vengano realizzate per il tramite di società fiduciarie.

La stessa esigenza di doversi rintracciare il "potere" realmente esercitato piuttosto che ancorarsi al dato dell'identità del soggetto formalmente legittimato dinnanzi alla società, può suggerire clausole che prevedano il cumulo congiunto, ai fini dell'applicazione della limitazione al voto, delle azioni di cui un socio sia pienamente titolare, con quelle di altri soci, di cui il primo sia il rappresentante. Ciò per prevenire situazioni in cui, in una s.p.a. che non ricorre al mercato del capitale di rischio con limiti di voto, un socio, per evitare la falcidia dei voti delle azioni eccedenti, le trasferisca ad altri nell'ambito di appositi accordi, previo rilascio di una procura generale che gli riservi autonomia decisionale nell'esercizio del diritto di voto senza espresse indicazioni del delegante<sup>(110)</sup>. In questo

---

il socio (l'autore si esprime in senso differente per le società fiduciaria); altri sostengono, sul presupposto che il potere sostanziale sull'espressione del diritto di voto spetterebbe al fiduciante, sostengono in capo a quest'ultimo il computo delle azioni del fiduciario, v. N. ABRIANI, *sub 2351*, in *Il nuovo diritto societario*, cit., p. 330; a favore della rilevanza del beneficiario del trust nell'ambito del computo dei limiti al diritto di voto, M. STELLA RICHTER JR. *Il trust nel diritto italiano delle società*, in *Banca e Borsa*, 1998, I, p. 484; altri ancora, a seconda del contenuto del *pactum fiduciae*, ritengono che le azioni oggetto dell'instestazione vadano computate in capo al fiduciario solo qualora egli sia libero di esercitare il voto senza sottostare alle indicazioni del fiduciante, v. in questo senso L. CALVOSA, *La partecipazione eccedente*, op. cit., p. 215 ss.; e A. STAGNO D'ALCONTRES, *sub 2351*, in *Società di capitali*, op. cit., p. 308. In giurisprudenza, specificatamente sul tema, v. Trib. Perugia, 29 Febbraio 2008, in *Giur. comm.*, 2010, II, p. 313 ss. che ritiene legittima la clausola statutaria che escluda la rilevanza ai fini del computo dei limiti di voto delle azioni spettanti ai fiducianti.

<sup>(109)</sup> V. in questo senso per tutti, G. COTTINO, *Del riporto. Della permuta*, in *Commentario del Codice Civile*, a cura di Scialoja e Branca, Bologna-Roma, 1970, p. 62. Il riportato, dunque, legittimato solo in via secondaria, dovrà ricevere delega da parte del riportatore, cfr. P. CARRIERE, *Le operazioni di portage azionario*, Milano, 2008, p. 90 ed E. SCIMENI, *La vendita del voto nella società per azioni*, Milano, 2003, p. 210.

<sup>(110)</sup> Nel silenzio dello statuto è invece orientamento unanime in dottrina quello per cui le azioni vadano sempre conteggiate in capo al rappresentato, a prescindere dal contenuto della procura, e non invece in capo ai rappresentanti (anche se già soci); non si esclude tuttavia la legittimità di una clausola che preveda il cumulo congiunto delle azioni

caso, in presenza di tetti o scaglionamenti del voto, in alternativa o insieme alla clausola statutaria che stabilisca il cumulo congiunto delle azioni in capo al fiduciante, potrebbe essere opportuno stabilire anche il conteggio cumulativo delle azioni possedute da un socio a titolo personale insieme a quelle oggetto di procura disposta a suo favore (o perlomeno una puntuazione più restrittiva dei requisiti soggettivi necessari per l' idoneità alla rappresentanza), senza doversi allora optare, al fine di impedire manovre elusive, per la più radicale eliminazione della rappresentanza in assemblea ai sensi del 2372, comma primo cod.civ. Sembra inoltre certamente lecito stabilire il conteggio congiunto anche delle azioni gravate da diritti reali quali l'usufrutto o il pegno, a prescindere dal soggetto a cui sia attribuito il diritto di voto, come al contrario escluderne la rilevanza <sup>(111)</sup>.

Per altro versante, sembra meritevole di tutela la possibilità di estendere la base di riferimento del possesso delle azioni financo alla considerazione anche di altri centri decisionali plurisoggettivi, come ad esempio computando cumulativamente le azioni possedute da soci caratterizzati da particolari legami personali, o comunque che si trovino in una particolare relazione. Del resto, anche (e soprattutto) nelle società quotate - ove i tetti e gli scaglioni di voto sono ora ammissibili -, il legislatore mostra in vari segmenti di disciplina, ove parimenti rileva il possesso di una certa quota di capitale (o comunque dei diritti di voto), di attribuire rilevanza alla coagulazione di centri decisionali unitari, pur se composti da più soggetti distinti sul piano formale, prendendo così in considerazione “*partecipazioni aggregate*” i cui criteri di computo previsti nelle leggi speciali

---

detenute a titolo personale con quelle oggetto di procura, v. A. ANGELILLIS-M. VITALI, *sub* 2351, *op. cit.*, p. 453 s.; G.P. LA SALA, *Voto non proporzionale*, *op. cit.*, p. 146 s.; L. CALVOSA, *La partecipazione eccedente*, *op. cit.*, p. 211 ss. esprime maggiori dubbi sulla valenza del criterio della proprietà formale, sostenendo che debba distinguersi guardando all'interesse prevalente (del rappresentante o del rappresentato) sotteso all'attribuzione della delega per l'esercizio del diritto di voto. Nella dottrina tedesca si sostiene in prevalenza il computo delle azioni in capo al rappresentato (v. per tutti, D. SCHRÖDER, *Umgehung der aktienrechtlichen Stimmrechtsbeschränkung*, *op. cit.*, p. 1093 s.; W. ZÖLLNER, *sub* § 134, in *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, I, 1985, Köln, Berlin, Bonn, München, *Rdn.* 39-40, p. 1391 s.; e più di recente T. HOLZBORN, *sub* § 134, in *Heidelberger Kommentar zum Aktiengesetz*, h. Bürgers, Körber, Müller, 2008, *Rn.* 10, p. 882). In Spagna, l'orientamento maggioritario è il medesimo, v. A. TOBIO RIVAS, *Limitaciones de los derechos de asistencia y voto del accionista*, *op. cit.*, p.164 s. e A. RECALDE CASTELLS, *Limitacion estatutaria del derecho de voto en las sociedades de capitales*, *op. cit.*, p. 116 ss., che giunge ad escludere (p. 118) l'ammissibilità della clausola statutaria che stabilisca il computo congiunto delle azioni per le quali il rappresentante può esprimere voto (unitamente a quelle da questi detenute a titolo personale). Nell'ordinamento francese non manca chi sostiene invece la necessità del computo congiunto, a prescindere da un'espressa disposizione statutaria, cfr. M. LEBLOND, *La limitation des voix dans les assemblées générales*, in *J. Soc.* 1956, p. 7.) o che, al contrario, lo statuto non possa estendere la limitazione di voto al rappresentante, v. A. COURET, *Le plafonnement du droit de vote dans les sociétés anonymes*, *op. cit.*, p. 55. L'orientamento maggioritario, in linea con quello italiano, è tuttavia orientato nel silenzio dello statuto a favore del criterio formale, salva comunque la possibilità di una diversa disposizione statutaria (v. *ex multis*, R. KADDOUCH, *Le clause statutaire de plafonnement des voix*, in *JCP E*, 2005, p. 659 s.; P. LEDOUX, *Le droit de vote des actionnaires*, Paris, 2002, p. 318 s.). <sup>(111)</sup> Certo è che se non si conteggiassero le azioni gravate da pegno o usufrutto nel computo dei limiti di voto, questi sarebbero facilmente aggirabili, proprio mediante la concessione tali diritti reali sulle azioni eccedenti; e v. infatti l'esempio di A. ANGELILLIS-M. VITALI, *sub* 2351, *op. cit.*, p. 457 nt. 267.

potrebbero allora essere presi a riferimento dall'autonomia statutaria nel congegnare la nozione statutaria di possesso azionario in riferimento ai limiti statuari al diritto di voto <sup>(112)</sup>.

Anzitutto, in questa direzione, sembrerebbe possibile estendere la base di calcolo considerando unitariamente le azioni dei soci che abbiano un certo legame di parentela, sì da collegare allora la nozione di possesso azionario a quella di un predeterminato nucleo familiare (delimitato secondo predefiniti criteri statuari).

Si potrebbe poi stabilire il computo congiunto delle azioni dei soci sottoposti nei confronti di un medesimo soggetto - anche se persona fisica e anche se non socio <sup>(113)</sup> - ad una delle tre relazioni di cui all'art. 2359 cod.civ. primo comma cod. civ. (potendosi anche ammettere una definizione "statutaria" di influenza dominante che specifichi sul punto la nozione legale), ed eventualmente anche a prescindere dalla concreta sussistenza di un'attività di direzione e coordinamento <sup>(114)</sup>. La

---

<sup>(112)</sup> Si pensi, ad esempio, in materia di controllo agli artt. 2359 cod. civ. e 93 T.u.f. nei quali rileva la *disponibilità* dei voti (anche al di fuori dei casi espressamente considerati delle società controllate, fiduciarie e interposte persone) piuttosto che la *titolarità* (cfr. sul punto, per tutti, M. NOTARI, *La nozione di controllo nella disciplina antitrust*, Milano, 1996, p. 332 e G. SBISÀ, *Società controllate e collegate*, in *Contr. Impr.* 1997, p. 329). Si pensi anche alla disciplina in tema di obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti di cui all'art. 120 T.u.f. e, nel Regolamento Consob n. 11971/1999, agli art. 118 ss. Ma si pensi altresì agli artt. 101 *bis*, comma quarto *bis* e 109 T.u.f. in tema di o.p.a. obbligatoria in caso di acquisti di concerto o alla disciplina di cui all'art. 121 T.u.f. in materia di incroci fra società quotate. Per altro verso si pensi anche, pur trattandosi di legge speciale relativa alla privatizzazione delle società (ma in generale per il carattere non eccezionale dei limiti al possesso azionario, v. L. CALVOSA, *La partecipazione eccedente*, *op. cit.*, p. 85 ss.), all'art. 3 della l. 474/1994, ai sensi del quale i limiti al possesso azionario debbano essere computati in base a un criterio plurisoggettivo, ovvero devono essere riferiti « al singolo socio, al suo nucleo familiare, comprendente il socio stesso, il coniuge non separato legalmente e i figli minori, e al gruppo di appartenenza: per tale intendendosi il soggetto, anche non avente forma societaria, che esercita il controllo, le società controllate e quelle controllate da uno stesso soggetto controllante, nonché le società collegate: il limite riguarda altresì i soggetti che, direttamente o indirettamente, anche tramite controllate, società fiduciarie o interposta persona aderiscono anche con terzi ad accordi relativi all'esercizio del diritto di voto o al trasferimento di azioni o quote di società terze o comunque ad accordi o patti (...) in relazione a società terze, qualora tali accordi o patti riguardino almeno il dieci per cento delle quote o delle azioni con diritto di voto se si tratta di società quotate, o il venti per cento se si tratta di società non quotate ». Ritengono tale norma applicabile analogicamente ai limiti di voto di cui all'art. 2351, comma terzo, anche a prescindere da un'apposita clausola statutaria, A. ANGELILLIS-M. VITALI, *sub* 2351, *op. cit.* p. 456 s. nt. 265; in senso contrario G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, *op. cit.*, p. 145 s.

<sup>(113)</sup> Sicché sia possibile intercettare il vero titolare del potere sostanziale di influenza anche nel caso di "catene" di controllo indiretto.

<sup>(114)</sup> Il che è una questione trova riscontri positivi nel dibattito comparatistico (anche, invero, in virtù di prese di posizione esplicite di un buon numero di legislatori), v. infatti nell'ordinamento spagnolo l'art. 188, comma terzo LSC, secondo il quale « En la sociedad anónima, los estatutos podrán fijar con carácter general el número máximo de votos que pueden emitir un mismo accionista, las sociedades pertenecientes a un mismo grupo o quienes actúen de forma concertada con los anteriores » e in Germania il § 134, *Abs 1 Satz 4 Aktg* « Für den Fall, daß der Aktionär ein Unternehmen ist, kann sie ferner bestimmen, daß zu den Aktien, die ihm gehören, auch die Aktien rechnen, die einem von ihm abhängigen oder ihn beherrschenden oder einem mit ihm konzernverbundenen Unternehmen oder für Rechnung solcher Unternehmen einem

falcidia dei voti eccedenti la soglia, calcolata in modo plurisoggettivo, dovrà ripercuotersi per ogni singola società appartenente al gruppo (specie quando queste abbiano votato in modo divergente) in modo proporzionale alla partecipazione di ognuna (<sup>115</sup>). L'effetto di una clausola statutaria siffatta (:a tutta evidenza, quello di prevenire un aggiramento della limitazione del voto posta in corrispondenza di una determinata soglia di capitale mediante il frazionamento delle partecipazioni tra più società appartenenti a un medesimo centro decisionale) sembra perfettamente coerente con la funzione di assicurare una maggior condivisione del potere decisionale mediante la prevenzione del coagularsi di posizioni di stabile controllo, propria dell'istituto di cui all'art. 2351, comma terzo cod. civ.

Più incerta è invece la soluzione, quantomeno in società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, circa le azioni dei soci che aderiscano a un sindacato di voto (<sup>116</sup>).

---

Dritten gehören ». In Germania e in Spagna, in virtù del riconosciuto carattere *eccezionale* delle alterazioni del principio di proporzionalità (v. per i riferimenti *supra* nt. 104) si tende ad interpretare restrittivamente le norme menzionate. Ad esempio, nella dottrina tedesca si ritiene che quanto disposto dal § 134, *Abs 1 Satz 4 Aktg* valga solo con riferimento alla nozione legale di controllo di cui al § 16 *Aktg*, senza ulteriori margini di manovra “estensivi” per l'autonomia statutaria (non potendosi così includere le società controllate in virtù di accordi societari, o sottoposte ad influenza dominante o il controllo di una persona fisica). Come si evince dalla lettera della norma è possibile anche eventualmente computare nella base di calcolo le azioni detenute da un terzo per conto del “gruppo”. Su queste tematiche cfr. U. HÜFFER-KOCH, *sub §134, Aktiengesetz*<sup>13</sup>, *op. cit.*, Rn. 11; M. ARNOLD, *sub §134, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, a cura di Kropff, Semler, 2014, *Rdn.* 20.; W. HEFERMEHL, *Zur Zurechenbarkeit fremden Aktienbesitzes bei Festsetzung eines Höchststimmrechts für Aktionäre*, *op. cit.*, spec. p. 105-107; ECKARDT, *sub § 134 in Aktiengesetz, Kommentar, op. cit.*, *Rdn.* 18. Nell'ordinamento francese, in mancanza di una espressa disposizione legale che legittimi il computo congiunto delle azioni delle società appartenenti ad un medesimo gruppo, si tende invece ad escludere l'ammissibilità di clausole siffatte, v. in questo senso A. COURET, *Le plafonnement du droit de vote dans les sociétés anonymes*, *op. cit.*, p. 53 s. Nel dibattito italiano si soffermano sulla questione pronunciandosi a favore delle clausole in discorso L. CALVOSA, *La partecipazione eccedente*, *op. cit.*, p. 217 ss.; A. ANGELILLIS-M. VITALI, *sub 2351, op. cit.*, p. 456 s.; G. P LA SALA, *Voto non proporzionale*, *op. cit.*, p.151 s.

(<sup>115</sup>) Cfr. G. SPLINDER, *sub §134, in Aktiengesetz Kommentar*<sup>3</sup>, a cura di Schmidt, Lutter, *op. cit.*, Rz. 25; G. P LA SALA, *Voto non proporzionale*, *op. cit.*, p. 152.

(<sup>116</sup>) In senso positivo cfr. G. P. LA SALA, *Principio capitalistico*, p. 153 ss., il quale però non sembra diversificare l'opinione a seconda delle tipologie di sindacato come *infra* nel testo. L'autore nega che nelle società aperte sia ammissibile una clausola siffatta, oltre che per il previgente divieto dei tetti di voto in tali società (ormai come è noto rimosso), anche poiché consentire all'autonomia statutaria di neutralizzare i sindacati di voto avrebbe effetti non desiderabili in considerazione della loro utilità nell'assicurare continuità d'indirizzo alla gestione sociale e nel superare la frequente inadeguatezza nella ponderazione delle decisioni dell'assemblea nelle società quotate. In realtà, una volta superato il divieto, ci si potrebbe effettivamente interrogare circa la tenuta dei menzionati argomenti, almeno per i sindacati di maggioranza, atteso che la scelta di neutralizzarli in via statutaria (salvo ovviamente l'effetto dell'eventuale regola di cui all'art. 104-*bis* T.u.f.) non necessariamente sembra incompatibile con il sistema, specie per una società che aspiri a preservare il carattere di *public company*. Non potendosi però qui adeguatamente soffermare sul tema, si proseguirà l'analisi con riferimento alle società chiuse. In senso favorevole nell'ordinamento tedesco v. anche K. P. MARTENS, *Stimmrechtsbeschränkung und Stimmbindungsvertrag im Aktienrecht*, in *AG*, 1993, p.501 s.; *contra*, v. L. CALVOSA, *La partecipazione eccedente*, *op. cit.*, p. 220 ss.; A. RECALDE CASTELLS, *Limitacion estatutaria del derecho de voto en las sociedades de capitales*, *op. cit.*, p. 109 ss.

A ben vedere, qualora un socio abbia la maggioranza dei voti di un sindacato di controllo, potendo così orientarne anche le determinazioni dell'assemblea, si ricade nella fattispecie di cui all'art. 2359, comma primo n.2 (c.d. controllo interno di fatto), sicché non si pongono particolari problemi nel momento in cui si ammetta un possibile legame intrecciato per via statutaria tra l'art. 2351, comma terzo cod. civ. e l'art. 2359 cod. civ. primo comma. Ora, vero è che si tratterebbe di una nozione di possesso plurisoggettiva (il socio che ha la maggioranza nel sindacato vedrà estendersi la propria quota rilevante ai fini del limite di voto computando anche le altre azioni dei soci aderenti al patto, non invece il contrario), ma questa sarebbe pur sempre riferita – così come nei casi precedentemente passati in rassegna, salvo quello del nucleo familiare che presenta a tutta evidenza peculiarità proprie – all'esercizio di un potere “monocratico”, ovvero legato al potere di influenza del singolo che detiene la maggioranza delle azioni del sindacato, avvicinandosi così al tenore letterale della norma che fa riferimento alle azioni possedute da uno stesso soggetto.

Più incerta ma tendenzialmente negativa è invece la soluzione qualora il sindacato di controllo non veda un socio aderente maggioritario: si ricadrebbe così nella discussa fattispecie del “controllo congiunto” che, anzitutto, secondo la preferibile dottrina maggioritaria, si colloca al di fuori del perimetro dell'art. 2359 comma primo cod. civ., sicché già a monte verrebbe a recidersi il legame tra le due norme summenzionato<sup>(117)</sup>. Per ammettere il computo congiunto delle azioni dei soci sindacati bisognerebbe infatti ritenere che in via statutaria sia possibile stabilire una nozione plurisoggettiva di possesso azionario legata a un sindacato di controllo anche quando l'effettivo centro decisionale sotteso non sia, almeno potenzialmente, monocratico, ma così ulteriormente forzando il tenore

---

<sup>(117)</sup> Nella dottrina anteriore alla riforma del 2003 a favore della tesi che ammette solo il controllo monocratico quale elemento costitutivo delle fattispecie di cui all'art. 2359 cod. civ., v. P. G. MARCHETTI, *Note sulla nozione di controllo nella legislazione speciale*, in *Riv. soc.* 1991, I, p. 13; G. VISENTINI, *La rilevanza della partecipazione a sindacati di voto nella configurazione del gruppo SIM*, in *Riv. soc.*, 1991, p. 241 ss.; R. COSTI, *I sindacati di voto nella legislazione speciale più recente*, in *Giur. comm.* 1992, I, p. 32; G.A. RESCIO, *I sindacati di voto*, in *Trattato Colombo Portale, cit.*, p. 685; M. S. SPOLIDORO, *Il concetto di controllo nel codice civile e nella legge antitrust*, in *Riv. soc.*, 1995, 2-3, p. 487; G. SBISÀ, *Società controllate e collegate, op. cit.* p. 358; M. NOTARI, *La nozione di controllo nella disciplina antitrust, op. cit.*, p. 246 ss. e p. 266 ss.; *contra*, ammettono anche il controllo congiunto tra i possibili elementi costitutivi dell'influenza dominante, M. LAMANDINI, *Appunti in tema di controllo congiunto*, in *Giur. comm.*, 1993, I, p. 234 ss.; e V. CARIELLO, *Controllo congiunto e accordi parasociali*, Milano, 1997, p. 85 ss. e 124 ss. Dopo la riforma la tesi è stata riproposta dai medesimi autori (anche argomentando a partire dal nuovo art. 2341-bis, comma primo, lett. c.) cod. civ. v. M. LAMANDINI, *sub 2359-2359 quinquies*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di Niccolini-Stagno d'Alcontres, *cit.*, p. 401; ID., *sub 2359*, in *Le società per azioni* a cura di Abbadessa e Portale, *cit.*, I, p. 751 ss. e V. CARIELLO, *Dal controllo congiunto all'attività congiunta di direzione e coordinamento delle società*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 1 ss.; *contra* per una convincente dimostrazione della tenuta della tesi che esclude il controllo congiunto dalla fattispecie dell'art. 2359 cod. civ., anche dopo la riforma, v. M. NOTARI - J. BERTONE, *sub art. 2359*, in *Azioni*, a cura di Notari, *Commentario alla riforma delle società Marchetti et. alt., cit.*, p. 708 s.

letterale della norma di cui all'art. 2351, comma terzo cod. civ., pur se interpretato estensivamente, come qui si è sostenuto, in coerenza con il disegno teleologico dell'istituto.

Inoltre, se l'effetto caratteristico dell'introduzione di un limite di voto è quello di stimolare una maggiore condivisione del potere decisionale (o comunque di favorirne lo spostamento in sede parasociale, ove esso non potrebbe mai avere per definizione la stessa stabilità della sede sociale) neutralizzare in via statutaria sindacati di voto che assicurino un controllo congiunto sembra misura non del tutto coerente con la *ratio* stessa dell'istituto. Lo stesso discorso sembra poter valere per rapporti di mero collegamento tra le società (almeno nel caso delle presunzioni minime legali di cui all'art. 2359, comma terzo cod. civ.)<sup>(118)</sup>, non sufficienti per la coagulazione di un effettivo e stabile centro decisionale poiché l'influenza notevole non assicura in ogni caso, come naturale, il potere "assoluto" di orientare le deliberazioni della società, così come, a maggior ragione, nel caso di sindacati di minoranza, invero utili strumento di organizzazione delle minoranze la cui neutralizzazione in via statutaria non sembrerebbe essere obiettivo meritevole di tutela.

Più in generale, resta da chiarire il collegamento che si verrebbe a tracciare tra lo statuto e i patti parasociali nel momento in cui si voglia attribuire a questi rilevanza per la società quali eventi di una fattispecie condizionale complessa dalla quale dipende il voto delle azioni.

Occorre evitare equivoci: certamente il sindacato di maggioranza acquisisce una rilevanza in qualche modo "reale" per la società, almeno nel limitato senso di acquisire rilievo sul piano organizzativo poiché ovviamente dall'adesione o meno al patto può conseguire una modifica dei diritti di voto che il socio può esercitare, sicché la sua mancata rilevazione è inoltre potenzialmente suscettibile di ripercuotersi sulla validità della delibera assembleare approvata con il voto determinante dei soci aderenti al sindacato. Allo stesso tempo però, opponibile alla società, ai soci (non aderenti al patto) e ai terzi rimane la regola statutaria che espressamente considera il sindacato nell'evento condizionale (afferente a condizioni personali del socio) a cui è subordinato il diritto di voto, non certo il patto stesso che, se violato, sarà unicamente fonte di rimedi risarcitori a favore degli altri paciscenti danneggiati.

Inoltre, non sembra del tutto persuasiva l'obiezione per cui, se si ammettesse una clausola che estenda la base di calcolo delle limitazioni del voto anche alle azioni degli altri soci sindacati, si interferirebbe in modo illegittimo con il principio di autonomia negoziale, pregiudicando in modo intollerabile la libertà dei soci di decidere in quali termini e con quali soggetti accordarsi<sup>(119)</sup>. Anche

---

<sup>(118)</sup> Ad ogni modo, come è noto le percentuali di partecipazione di cui al comma terzo non costituiscono in realtà condizione sufficiente circa l'effettiva sussistenza di un rapporto di collegamento cfr. M. NOTARI J. BERTONE, *ult. op. cit.*, p. 694 s., ove ulteriori riferimenti.

<sup>(119)</sup> V. v. L. CALVOSA, *La partecipazione eccedente*, *op. cit.*, p. 220 ss.; A. RECALDE CASTELLS, *Limitacion estatutaria del derecho de voto en las sociedades de capitales*, *op. cit.*, p. 110 ss.

qui si può agevolmente osservare che la clausola in discorso non comprometterebbe di certo il principio di autonomia negoziale, più semplicemente lo statuto, nell'ottica di perseguire l'interesse alla condivisione del potere decisionale e alla prevenzione della cristallizzazione di stabili posizioni di controllo (a cui è pacifico ormai attribuire rilievo sociale in virtù dell'art. 2351, comma terzo cod. civ. e in questo senso lo statuto, come già osservato, rafforzerebbe con le punteggiature della clausola proposte l'effettività teleologica della norma), si limiterebbe a stabilire le conseguenze per l'organizzazione statutaria della stipula di determinate tipologie di patti <sup>(120)</sup>, non certo a vietarla, come peraltro è da alcuni ritenuto possibile <sup>(121)</sup>.

### 5.3 La nozione “statutaria” di «detenzione continuativa» delle azioni nel voto maggiorato.

Un' estesa libertà, a nostro avviso, deve essere riconosciuta all'autonomia statutaria anche nell'ambito dell'istituto della maggiorazione del voto, nel definire quali vicende dispositive inerenti le azioni possedute da un medesimo azionista, che si collocano ai “confini” della nozione di cessione diretta o indiretta delle azioni di cui al comma terzo dell'art. 127 *quinquies* T.u.f., ovvero anche delle ipotesi in cui sono previsti possibili *opt in/ opt out* nella disciplina della disposizione menzionata, siano o meno idonee a interrompere la detenzione continuativa ai fini della maturazione del beneficio.

In questa direzione riteniamo anzitutto che l'autonomia statutaria potrebbe consentire la “sopravvivenza” della maggiorazione del voto in alcune vicende giuridiche ove, nonostante vi sia sul piano formale un mutamento del soggetto titolare delle azioni, sembra comunque permanere in capo al socio acquirente, in virtù di particolari “legami” con quello alienante, quella partecipazione continuativa al rischio di impresa che costituisce l'elemento essenziale nel disegno teleologico dell'istituto, sì da rimodellare, al prezzo ovviamente di forzare entro un certo grado il tenore letterale della disposizione – ma, del resto, come appena rilevato, questo “salto” interpretativo è pacificamente ammesso dalla dottrina nella “contigua” fattispecie dell'art. 2351, comma terzo cod. civ. –, il rapporto tra il concetto di “appartenenza” continuativa e “cessione” diretta o “indiretta” delle azioni.

Dunque, parrebbe legittima la clausola che escluda la perdita del beneficio in fattispecie quali l'intestazione fiduciaria (o anche i contratti di riporto) delle azioni qualora la struttura

---

<sup>(120)</sup> V. anche G. P. LA SALA, *Principio capitalistico*, op. cit., p. 159 s.

<sup>(121)</sup> Cfr. infatti le considerazioni di M. LIBERTINI, *I patti parasociali nelle società non quotate. Un commento agli articoli 2341 bis e 2341 ter del codice civile*, in *Liber amicorum Campobasso*, op. cit. p. 474, secondo il quale sarebbe valida ed efficace la clausola che vieti in assoluto o per determinate categorie la stipulazione di patti parasociali, senza pregiudizio dell'autonomia negoziale dei singoli soci o dei terzi, in ragione del «potere interno della società di disciplinare la formazione delle delibere dei propri organi», salvo che si tratti di patti relativi alla circolazione delle azioni.



dell'operazione, nonostante produca un mutamento formale della titolarità delle azioni, sia ciò nondimeno congegnata in modo tale che il potere sostanziale sulle azioni (o comunque la partecipazione residuale al rischio di impresa) sia conservato dal socio "alienante". In questo caso, potrebbe stabilirsi che la maggiorazione (conseguente in ipotesi al previo positivo decorso del *vesting period* in capo al socio fiduciante) si consideri anche per il voto esercitato dal fiduciario, e/o che nel momento di ritrasferimento delle azioni al termine della relazione fiduciaria il fiduciante riacquisti azioni a voto maggiorato <sup>(122)</sup>.

All'inverso, riteniamo che lo statuto possa anche modellare in senso più restrittivo il concetto di "appartenenza continuativa", per evitare di premiare con il beneficio della maggiorazione azionisti che abbiano limitato entro una certa misura la condivisione del rischio economico della società mediante accordi che, seppur non producano sul piano formale un mutamento della titolarità delle azioni, realizzino nondimeno uno svuotamento dell'interesse economico sostanziale dell'azionista. Ad esempio, lo statuto potrebbe quindi sancire la rilevanza interruttiva di vicende quali la stipula di contratti derivati mediante i quali a fronte di un corrispettivo monetario prestabilito vengano ceduti a terzi gli utili o il *capital gain* delle azioni o comunque, più in generale, di tutte le fattispecie in cui si realizzi in modo più o meno diretto un fenomeno di c.d. *empty voting* <sup>(123)</sup>.

Sembra inoltre certamente possibile non considerare rilevante (così come ovviamente il contrario) ai fini dell'interruzione del *vesting period* anche la costituzione di un diritto reale quale l'usufrutto o un pegno sulle azioni, sia quando il nudo proprietario o il socio che abbia concesso in pegno le azioni conservino il voto, sia anche qualora esso sia attribuito in via reale all'usufruttuario o al creditore pignoratizio <sup>(124)</sup>, con l'effetto in quest'ultimo caso di uno stato di quiescenza del voto maggiorato in capo al nudo proprietario, che verrà riottenuto al momento della riespansione del diritto proprietario.

---

<sup>(122)</sup> In questo senso vedi anche P.G. MARCHETTI, *Il voto maggiorato nelle società quotate*, op. cit., p. 10, il quale ritiene invece sempre rilevante ai fini dell'interruzione del *vesting period* il prestito titoli. Nel silenzio dello statuto si tende comunque a preferire la rilevanza interruttiva nelle fattispecie menzionate, cfr. ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare n. 10/2015, p. 45 s.

<sup>(123)</sup> Sul tema del c.d. *empty voting*, si vedano P. CARRIERE, *Le operazioni di portage azionario*, op. cit., p. 7 ss.; G. FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*. Atti del convegno internazionale di studi di Venezia, 10-11 novembre 2006, a cura di Balzarini, Carcano e Ventrone; G. SANDRELLI, *Innovazione finanziaria ed esercizio del diritto di voto*, Milano, 2017, *passim*. Sulle considerazioni svolte nel testo cfr. BARCELLONA, *sub 127-quinquies*, op. cit., p. 3973.

<sup>(124)</sup> Nel silenzio dello statuto sembra preferibile accordare la maggiorazione del voto anche all'usufruttuario qualora ad egli sia attribuito il voto, dato che in qualche misura sopporta anch'egli il rischio di impresa, non invece al creditore pignoratizio, a ragione del fatto che nel suo caso le azioni oggetto dello stesso assumono prevalentemente una funzione di garanzia piuttosto che di investimento, nello stesso senso cfr. E. BARCELLONA, *sub 127-quinquies*, op. cit., p. 3971 s.; diversamente, cfr. anche P.G. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, op. cit., p. 455

È altresì, a nostro avviso, legittima la clausola statutaria che escluda la perdita del beneficio in tutte quelle vicende negoziali che, sebbene si configurano come atti *inter vivos* (e pertanto non potrebbero godere di per sé, prediligendo un approccio formalistico, della previsione suppletiva di conservazione della maggiorazione nelle vicende successorie *mortis causa* di cui al terzo comma, secondo periodo, lett. a), siano comunque preordinate sul piano funzionalistico a realizzare un piano di trasmissione generazionale. Si pensi, ad esempio, alla costituzione di un fondo patrimoniale *ex art.* 167 cod.civ., ovvero di un *trust* o di una fondazione i cui beneficiari siano gli eredi legittimari del socio trasferente, ma anche a una donazione a favore di questi ultimi: si tratterebbe, dunque, di premiare l'ottica di investimento di lungo periodo "familiare" anche "anticipatamente" e non solo al momento dell'effettiva apertura della successione <sup>(125)</sup>.

Inoltre, il criterio della cessione diretta o indiretta di partecipazioni di controllo in società o enti che detengono azioni a voto maggiorato (sempre rilevante ai fini della caducazione del beneficio della maggiorazione allorché la partecipazione sia superiore alle soglie dell'art. 120, comma secondo T.u.f.), unitamente a quello della "contigua" fattispecie della fusione o scissione del titolare delle azioni a voto maggiorato (in cui, invece, la maggiorazione non è persa a meno di una diversa previsione statutaria), sembrano necessitare di possibili interventi "correttivi" ad opera dell'autonomia statutaria. Non si può infatti fare a meno di notare che, confrontando i due criteri, emerge una certa illogicità sistematica del combinato disposto delle due regole.

Anzitutto, la libertà accordata allo statuto nello scegliere se la fusione o la scissione del titolare delle azioni a voto maggiorato possa avere un effetto caducante o meno sulla spettanza del beneficio non è coerente con la rigidità dell'altra regola. È agevole infatti avvedersi del fatto che non si avrebbe nessuna differenza sostanziale tra le due fattispecie nel caso in cui, per effetto di un'operazione straordinaria, cambi il soggetto che controlla la società risultante post fusione o scissione; di qui,

---

<sup>(125)</sup> In linea con quanto previsto in Francia dal legislatore stesso che, all'art. L.225-124 Code du Commerce, precisa che «le transfert par suite de succession, de liquidation de communauté de biens entre époux ou de donation entre vifs au profit d'un conjoint ou d'un parent au degré successible ne fait pas perdre le droit acquis et n'interrompt pas le délai mentionné au premier alinéa de l'article L. 225-123». In Spagna è utilizzato un criterio "intermedio", per cui, nel caso in cui l'azionista che vuole trasmettere le azioni a voto maggiorato ai suoi eredi legittimari con appositi negozi *inter vivos* controlli la società, è richiesta un'apposita autorizzazione statutaria, cfr. art. 527-*decies*, secondo comma, lett. a), LSC, secondo il quale il voto doppio si trasmetterà anche al soggetto acquirente, salvo diversa disposizione statutaria, nel caso di «Sucesión mortis causa, atribución de acciones al cónyuge en caso de disolución y liquidación de la sociedad de gananciales, disolución de comunidad de bienes u otras formas de comunidad conyugal, como la donación entre cónyuges, personas ligadas por análoga relación de afectividad o entre ascendientes y descendientes, excepto cuando se trate de accionistas de control, en cuyo caso se someterá a votación la condición de accionista con voto doble en los términos que se determinen estatutariamente». Nella dottrina italiana a favore di quanto esposto nel testo, anche a prescindere da un'espressa previsione statutaria, in ragione di un'interpretazione analogica rispetto alla fattispecie di cui al terzo comma, secondo periodo, lett. a) dell'art. 127-*quinquies* T.u.f., cfr. ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare n. 10/2015, p.44 ed E. BARCELLONA, *sub art. 127 quinquies Tuf, op. cit.*, p.3982 s.

sarebbe più coerente e certamente legittimo discriminare ai fini della perdita o meno del beneficio della maggiorazione tra fusioni o scissioni che, rispettivamente, determinino o meno, il mutamento del controllore ultimo delle azioni a voto maggiorato <sup>(126)</sup>.

Anche lo stesso criterio della significatività della partecipazione maggiorata ai fini della perdita o meno della maggiorazione in caso di cessioni indirette, improntato sul rimando alla soglia dell'art. 120, comma secondo T.u.f., sembra poter essere affinato dall'autonomia statutaria andando anche oltre il tenore letterale strettamente inteso. Anche da questo versante sembra infatti difettare in alcune specifiche ipotesi la coerenza di tale previsione con la *ratio* complessiva dell'istituto. Se già più in generale si può condividere l'osservazione di alcuni autori per cui, piuttosto che discriminare in base all'entità della partecipazione "maggiorata" stessa al fine di stabilire quando il beneficio possa trasmettersi o meno, sarebbe stato preferibile utilizzare quale criterio distintivo la rilevanza patrimoniale di quest'ultima rispetto al patrimonio complessivo della società detentrici <sup>(127)</sup>, nell'ipotesi di trasferimenti indiretti del controllo della società che detiene azioni a voto maggiorato a favore di altra società di un medesimo gruppo (laddove quindi non cambi il controllore ultimo) la coerenza *teleologica* della disposizione sembra infatti sfumarsi del tutto. In quest'ultima ipotesi, prestando fede al tenore letterale, il beneficio della maggiorazione andrebbe infatti perso, nonostante non cambi il soggetto che in ultima istanza sostiene il rischio di impresa della società che ha previsto la regola di maggiorazione del voto. Del resto, come appena notato, qualora invece la società sia fusa per incorporazione in altra società appartenente al medesimo gruppo, invece, nonostante l'effetto sia il medesimo, la maggiorazione si conserva (a meno di una diversa previsione statutaria). Di qui riteniamo che l'autonomia statutaria possa supplire anche da questo versante all'incoerenza del legislatore, ammettendo la conservazione del beneficio della maggiorazione anche qualora vi sia stato un trasferimento del controllo della società che detiene azioni a voto maggiorato (e anche a prescindere dal fatto che il "mezzo" sia stato una fusione o scissione), purché ciò sia avvenuto nell'ambito di un processo riorganizzativo *endogruppo* <sup>(128)</sup>.

Del resto, l'autonomia statutaria sembra trovare spazi nella considerazione di particolari legami personali degli azionisti che abbiano l'effetto di plasmare un centro di imputazione più ampio

---

<sup>(126)</sup> Cfr. E. BARCELLONA, *sub art. 127 quinquies, op. cit.*, p.3984 s.

<sup>(127)</sup> Al fine di intercettare le cessioni indirette davvero rilevanti (e affermando la legittimità di una clausola che adotti questo criterio) E. BARCELLONA, *ult. op. cit.*, p.3981; in simile direzione M. VENTORUZZO, *The disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat*, in *Bocconi legal studies research paper*, p.15 e C. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato, op. cit.*, p.794 s.

<sup>(128)</sup> Ma vedi *contra* P.G. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato, op. cit.*, p. 456. A favore ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato, op. cit.* p.47 e E. BARCELLONA, *sub art. 127 quinquies Tuf, op. cit.*, p.3981 s. Nell'ordinamento spagnolo l'art. 527 *decies*, comma secondo lett c) esclude espressamente la perdita del beneficio della maggiorazione in caso di «transmisión entre sociedades del mismo grupo».

(*plurisoggettivo*) rispetto a quello del modello legale, di per sé, come detto, riferito alle vicende che riguardano la situazione personale di ogni singolo socio, anche nel caso del voto per tetti o per scaglioni. E se questi ultimi istituti sono ora per decisione espressa del legislatore ammissibili anche nelle società quotate, ove, del resto, l'attenzione ai legami di controllo è massima in svariati e diversi settori di disciplina, per un'esigenza di simmetria sistematica, parrebbe allora ottenere un'ulteriore giustificazione l'idea per cui l'esistenza di legami di gruppo possa rilevare, nel senso poc'anzi chiarito, anche nell'istituto della maggioranza del voto.

A maggior ragione riteniamo, infine, certamente legittima (ma del resto sembra preferibile quest'opzione interpretativa anche nel caso di silenzio statutario) la clausola che escluda la perdita del beneficio della maggioranza qualora le azioni siano trasmesse da un fondo a un altro se entrambi sono gestiti da una medesima società di gestione del risparmio, o da un comparto all'altro nel caso di una Sicaf multicomparto <sup>(129)</sup>.

Una notazione finale. Se anche non si condividano gli spazi per l'autonomia statutaria che si è creduto di poter tracciare nel cesellare la nozione di "appartenenza" continuativa delle azioni di cui all'art. 127-*quiquies* T.u.f., se però si concorda con l'assunto per cui la regola di maggioranza possa essere introdotta anche in società non quotate, si dovrebbe allora ammettere, per coerenza rispetto all'ampia libertà pacificamente riconosciuta all'autonomia statutaria nella contigua fattispecie dell'art. 2351, terzo comma, cod. civ. che i limiti desumibili dal dato letterale della prima norma menzionata, che potrebbero pregiudicare la legittimità delle clausole di cui si è fin qui dato conto, non valgano (o comunque non valgano allo stesso modo) per le medesime clausole se introdotte da una società per azioni non quotata. Anzi, andando anche oltre, potrebbe immaginarsi anche qui una nozione di detenzione continuativa a rilevanza plurisoggettiva, nel senso che potrebbe stabilirsi la conservazione del beneficio della maggioranza del voto nel caso le azioni siano alienate a soci "fedeli" appartenenti allo stesso nucleo familiare, o che aderiscano ad uno stesso sindacato di voto (osservandosi così ovviamente non un effetto di neutralizzazione degli stessi quanto piuttosto una loro "emersione attiva" a livello sociale <sup>(130)</sup>).

---

<sup>(129)</sup> Sulla prima ipotesi si pronuncia in senso favorevole anche P.G. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, op. cit., p. 455.

<sup>(130)</sup> La quale parimenti può presentare però profili problematici, che verranno più diffusamente analizzati nel prossimo capitolo. Per il momento, basti osservare che nel caso di un sindacato di minoranza, in una s.p.a. che abbia introdotto la maggioranza del voto potrebbe essere meritevole di tutela l'obiettivo di premiare coalizioni di soci che si organizzino per svolgere un'efficace attività di *monitoring* attraverso una clausola come quella ipotizzata nel testo. Nel caso di sindacati di maggioranza, una clausola siffatta si rivelerebbe uno strumento di rafforzamento del controllo, anche eventualmente congiunto (non osservandosi in questo caso una contraddizione con la *ratio* dell'istituto come prima osservato per il voto scalare o per tetti, giacché in alcune società potrebbe essere meritevole di tutela l'esigenza di

5.4 *Condizioni personali dei soci “atipiche” nel diritto di voto dipendenti dall’entità della quota di partecipazione: il “tetto minimo” all’esercizio del diritto di voto e gli scaglioni a voto gradualmente crescente. Condizioni “miste” (combinazioni tra anzianità partecipativa ed entità della partecipazione).*

Il primo ambito nel quale occorre verificare quale spazio trovi l’autonomia statutaria nel diversificare il diritto di voto dei soci in subordine a condizioni personali dei soci differenti, sul piano strutturale, rispetto agli eventi soggettivi condizionanti *tipici* di cui agli artt. 2351, comma terzo cod.civ. e 127-*quinquies* T.u.f., attiene ad ipotesi in cui sia assunto come parametro di riferimento dell’evento, come nella prima ipotesi, sempre l’entità della partecipazione, ma con una diversa conseguenza dal punto di vista della distribuzione del voto.

In particolare, si vuole approfondire se sia legittimo modellare clausole che, sul piano funzionalistico, operino in senso diametralmente opposto rispetto all’obiettivo naturale dei congegni del voto per tetti o per scaglioni, nella direzione di rafforzare la forza di voto dei soci al crescere della loro partecipazione (c.d. *scaglioni a voto crescente*), ovvero di imporre una soglia partecipativa minima per l’acquisto della legittimazione all’esercizio del diritto di voto (c.d. *tetto minimo di voto*).

L’appetibilità di clausole statutarie siffatte potrebbe rivelarsi in compagini sociali polarizzate tra “soci investitori” interessati ad assumere partecipazioni di minoranza con ottica meramente “finanziaria” e “soci imprenditori”, per permettere alla società di garantire il potere decisionale ai secondi senza passare dalla segmentazione del capitale sociale in più categorie di azioni, attraverso un rafforzamento più che proporzionale della posizione dei soci che posseggano determinate soglie di partecipazione al capitale <sup>(131)</sup>; inoltre, fissare una soglia di investimento minima per poter esercitare il diritto di voto (eventualmente con mantenimento della regola di proporzionalità al di

---

incentivare la coagulazione di sindacati di controllo congiunto per stabilizzare gli assetti societari), permettendo così ai soci del sindacato, nel caso uno di loro voglia alienare le sue azioni, di mantenere inalterato il “peso” dei voti esercitabili mediante l’acquisto delle azioni del socio alienante. Certo, anche qui bisognerebbe entro una certa misura “forzare” il tenore letterale dell’art. 127-*quinquies* T.u.f., dal momento che la maggiorazione del voto è configurata nella disciplina legale come beneficio “personale” del singolo socio. Tuttavia, nell’ambito delle società per azioni non quotate, ove si condivida il carattere non necessariamente speciale della disciplina in commento, potrebbero ammettersi anche varianti plurisoggettive - ove il beneficio della maggiorazione non venga caducato nel caso di alienazione ad un altro soggetto a queste appartenente -, purché corrispondano a centri decisionali la cui coagulazione sia meritevole di incentivazione nel lungo periodo.

<sup>(131)</sup> Come si vedrà più avanti, le clausole generali che diversificano i diritti sociali in base a condizioni personali degli azionisti garantiscono una maggiore flessibilità rispetto alla tecnica delle categorie azionarie nella possibilità per la società di adeguare il proprio assetto partecipativo alle sempre mutevoli esigenze che possano insorgere lungo l’attività sociale. Allorquando il capitale sociale sia diviso in più categorie di azioni, infatti, un problema che tipicamente sorge è l’ingessamento che la società può subire, in conseguenza del diritto degli azionisti di categoria di paralizzare l’efficacia delle decisioni dell’assemblea allorché queste pregiudichino i loro diritti diversi (specie qualora si aderisca alla tesi estensiva sulla “natura” del pregiudizio rilevante ai sensi dell’art. 2376 cod. civ, v. *infra* cap. III.).

sopra della soglia) consentirebbe di disincentivare un'eccessiva dispersione della compagine sociale e, per converso, di stimolare costanti investimenti da parte dei soci <sup>(132)</sup>. A quanto consta, clausole siffatte conoscono un crescente utilizzo nella prassi dei c.d. *club deal* e, in particolare, nella *sub species* degli *investment club* societari <sup>(133)</sup>, in ragione dell'obiettivo di assicurare le prerogative decisionali ai soci che abbiano dimostrato un maggior *commitment* (essenzialmente nelle clausole in discorso misurabile in termini di maggior *investimento*, ma, come vedremo, nelle società per azioni chiuse, mediante possibili varianti della clausola anche per altri fattori) rispetto all'iniziativa promossa dai soci *sponsor*. Inoltre, sembra certamente possibile *combinare* gli eventi personali degli istituti in commento – e ciò, almeno nella loro configurazione *tipica*, anche nelle società per azioni quotate <sup>(134)</sup> –, sicché il rafforzamento del voto nel caso degli scaglioni a voto crescente, o del permanere della limitazione nel caso del tetto minimo o massimo potrebbero essere ulteriormente subordinati alla condizione che il socio, rispettivamente, abbia o meno detenuto le azioni per un arco temporale predefinito in statuto (eventualmente anche con rafforzamenti o limitazioni progressivamente scandite in corrispondenza di più intervalli di tempo). Sarebbe così possibile

---

<sup>(132)</sup> Stimolo che avrà riflessi differenti a seconda di come sia in concreto congegnata la clausola. È chiaro, infatti, che se la soglia verrà riferita al numero delle azioni possedute o al valore nominale della partecipazione (ad es. il socio potrà votare qualora abbia un numero minimo di dieci azioni, o qualora abbia conferito centomila euro di capitale nominale etc..) lo stimolo sarà diverso rispetto al caso in cui la soglia sia espressa con riguardo a una percentuale partecipativa, poiché in questo secondo scenario gli azionisti saranno incentivati a costantemente seguire gli aumenti di capitale, pena il rischio di scendere sotto la soglia (perdendo così il voto), in conseguenza della sua riduzione per effetto dell'opzione degli altri soci.

Resta comunque fermo che quest'ultima variante è quella più opportuna, poiché, nel caso essa sia parametrata in base al numero delle azioni, un'operazione di frazionamento delle stesse potrebbe avere effetti riflessi non omogenei sulle posizioni pregresse dei soci, conseguenza particolarmente non desiderabile in aumenti o riduzioni nominali del capitale (v. su quest'ultimo punto S. KALSS, *Das höchststimmrecht als Instrument zur Wahrung des Aktionärseinflusses*, San Domenico di Fiesole, 1995, p. 69 s., ripresa da G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, op. cit., p. 138).

<sup>(133)</sup> Sul tema, più di recente, vedi in particolare G. SANDRELLI, *Tra gestione del risparmio e gestione di partecipazioni societarie. Sicav e modelli di confine*, in *Oss. dir. civ. comm.*, 2022/1, spec. p. 237 ss., altresì pubblicato in forma più estesa con il titolo *L'oggetto sociale delle SICAF: attività di investimento, fra società di partecipazione finanziaria e altri modelli di confine*, in *Le SICAF: profili societari e regolamentari*, a cura di Notari e Annunziata, 2022, Milano, p. 105 ss.

<sup>(134)</sup> Secondo la nozione che si è avuto modo di precisare nel paragrafo precedente (non sarebbero invece ammissibili a nostro avviso clausole di tetto minimo di voto o di scaglioni a voto gradualmente crescente nelle società quotate, v. *infra* al cap. III, p. ). Prospettano combinazioni dei due istituti nelle società quotate anche P.G. MARCHETTI, *Il voto maggiorato nelle società quotate*, op. cit., secondo il quale plafonamenti o scaglionamenti potrebbero operare solo con riguardo alla maggiorazione e J. GARCIA DE ENTERRIA, *Spanish Loyalty Shares: Effects on the General Shareholders' Meeting*, op. cit., p 6, secondo il quale in caso di combinazione dei due istituti, l'applicazione della limitazione richiederà di considerare i voti ordinari che corrispondono a quella specifica percentuale del capitale, senza che si tenga conto dei voti eventualmente maggiorati.

In effetti, se così non fosse, i limiti di voto finirebbero per avere effetti riflessi disomogenei sulla posizione degli azionisti fedeli, in quanto per essi il limite di voto sarebbe attivato da percentuali inferiori del capitale sociale.

premiare soci “imprenditori” che abbiano investito un certo capitale e che abbiano condiviso continuativamente il rischio imprenditoriale della società per un dato arco temporale (eventualmente anche con l’ulteriore condizione “oggettiva” del raggiungimento di determinati *target* di valorizzazione del capitale sociale); ovvero soci di minoranza “investitori” che abbiano soddisfatto un predefinito *vesting period*, mediante la “rinascita” del voto collegata alla disattivazione per costoro del “tetto minimo”, ovvero l’attivarsi del rafforzamento del voto solo per le azioni dei soci che rientrino in un predeterminato scaglione partecipativo “di minoranza” (eventualmente, per premiare le minoranze effettivamente “attiviste”, anche in subordine all’ulteriore condizione della partecipazione ad un dato numero di assemblee).

Giova inoltre notare che mediante la tecnica delle categorie speciali di azioni non potrebbe raggiungersi compiutamente e stabilmente il medesimo obiettivo, in ragione del fatto che nel caso di alienazione delle azioni il diritto diverso rafforzato verrebbe veicolato a dei soggetti che non necessariamente assicureranno le medesime caratteristiche, a differenza (si direbbe, *ontologicamente*) di una regola generale di condizionamento del voto in subordine a condizioni personali dei soci.

Alla luce di una prospettiva sistematica, peraltro, si può comunque osservare che l’effetto di clausole di “tetto minimo” sarebbe comunque meno incisivo di una modifica in aumento del valore nominale delle azioni, mediante un’operazione di raggruppamento delle azioni, di per sé idonea potenzialmente (salvo ovviamente gli estremi dell’abuso della maggioranza) a privare il socio non solo della legittimazione all’esercizio del voto, ma anche dello *status socii*.

Dal punto di vista della qualificazione, il tetto minimo di voto e il sistema di scaglioni a voto crescente configurano due varianti diverse di clausole che subordinano il voto in base a una condizione soggettiva del socio: la prima è formalmente riconducibile al voto sottoproporzionale (il voto delle azioni è risolutivamente condizionato alla circostanza che la partecipazione del socio che le possiede discenda al di sotto della soglia predeterminata in statuto), l’altra al voto sovrapporzionale (il rafforzamento del voto è sospensivamente condizionato in modo gradualmente crescente al superamento di una o più soglie).

Si è già notato che nelle società che non ricorrono al capitale di rischio le *species* delle azioni a voto limitato o plurimo in subordine a condizioni non meramente potestative di cui all’art. 2351 comma secondo e quarto cod. civ. potrebbero consentire di non ritenere di per sé eccezionali le fattispecie tipiche ove il legislatore adotta come criterio di allocazione del voto un riferimento a una condizione personale dei soci. In questa direzione, pur rinviando al proseguo della trattazione una più compiuta perimetrazione di quali situazioni personali possano assurgere a eventi oggetto della condizione, si è già osservato (v. spec. *supra* p. 1 e 2) che il riferimento all’entità della quota di partecipazione possa essere conciliato con i principi che presiedono alla definizione delle

caratteristiche “tipologiche” della partecipazione azionaria (l’azione conserverebbe infatti, sia pure indirettamente in relazione alla “quota”, la sua caratteristica funzione di unità di misura) <sup>(135)</sup>.

Se si condivide quanto affermato, la questione dell’ammissibilità delle ipotizzate varianti “atipiche” dell’art. 2351, terzo comma cod.civ., viene a spostarsi piuttosto sul piano dell’effetto che queste possono determinare con riguardo ai limiti di alterazione della proporzionalità capitalistica dell’assetto partecipativo e al rischio di paralisi decisionale della funzionalità deliberativa dell’assemblea. Bisogna a questo punto scindere il discorso tra le varianti sottoproporzionali e sovraproporzionali che si sono ipotizzate. Con riguardo a queste seconde, non si pongono particolari problemi, a nostro avviso, da nessuna delle due prospettive.

Il superamento della soglia di capitale prefissata comporterebbe un aumento della forza di voto complessivamente spettante all’azionista fino a un massimo di tre voti per ogni azione eccedente la soglia (il che, poi, seguendo la prospettiva della qualificazione della condizione come incidente sul “contenuto” dell’azione, porterebbe sul piano concettuale a rimodulare la forza di voto di ogni azione in funzione dell’aumento dei voti complessivamente spettanti al socio per effetto del superamento della soglia), ma questo congegno statutario non avrebbe certamente effetti di accentramento del potere decisionale nelle mani dei soci che raggiungano la soglia maggiore di quello conseguente all’adozione di una categoria di azioni a voto plurimo. Inoltre, nel caso di scaglioni a voto crescente il rafforzamento del voto opera necessariamente per tutti i soci che abbiano una partecipazione simile, a differenza di una categoria di azioni a voto plurimo che può essere assegnata a un singolo socio in un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione. La tutela delle minoranze potrebbe comunque essere rafforzata in via statutaria mediante la disattivazione del congegno di voto a scaglioni crescenti nelle materie per esse più sensibili, come del resto pure si discorre molto in materia di voto plurimo e maggiorazione.

Più delicato, invece, è il discorso nel caso del tetto minimo al voto, poiché, anzitutto, si potrebbe avanzare un’obiezione legata alla violazione indiretta del divieto di attribuire un voto plurimo

---

<sup>(135)</sup> Prima della riforma del 2003, la dottrina era sostanzialmente unanime nel negare l’ammissibilità di un tetto minimo di voto in ragione del carattere eccezionale tendenzialmente accordato all’art. 2351 cod. civ. nella sua precedente versione, o comunque del fatto che il codice non conosceva la figura dell’azionista privo del diritto di voto e ne ammetteva la limitazione solo qualora ad essa si accompagnasse un privilegio patrimoniale. Sul punto v. ad es. A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, op. cit., p. 933; M. CASELLA, *Legittimità del voto scalare nelle società per azioni*, op. cit., p. 417 ss.; P. JAEGER, *Il voto “divergente” nella società per azioni*, op. cit., p. 85. Anche nella dottrina tedesca si è negata l’ammissibilità di clausole siffatte, per incompatibilità con il §12, *Abs. 1 Aktg* e con il principio della necessaria compensazione patrimoniale in caso di limitazione del voto, cfr. S. GRUNDMANN, *sub §134*, in *Aktiengesetz, Großkommentar*, op. cit., p. 390; G. SPLINDER, *sub §134*, in *Aktiengesetz Kommentar*<sup>3</sup>, op. cit., Rz. 16; M. ARNOLD, *sub §134*, *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, op. cit., Rn. 9; T. TRÖGER, *sub 134 Aktg*, in *Kölner Kommentar*<sup>3</sup>, op. cit. p. 87 ss. e già R. VON GODIN, H. WILHELMI, *sub § 134, Aktiengesetz, Kommentar*<sup>A.</sup>, op. cit., p.782.



superiore ai tre voti per azione, qualora il peso delle azioni dei soci che superino la soglia divenga più che triplo per effetto della limitazione degli altre <sup>(136)</sup>. Questa obiezione non pare però cogliere nel segno. Il divieto di assegnare più di tre voti per azione ha natura “diretta” solo nell’ambito della tecnica delle categorie azionarie, ove si può manifestare una radicalizzazione strutturale del potere nelle mani della cerchia dei soci di controllo <sup>(137)</sup>. Nell’ambito delle clausole generali limitative del voto in subordine a condizioni personali dei soci, la natura “variabile” dell’alterazione della proporzionalità (v. *supra* p.4), porta ad escludere che il divieto possa avere qualsivoglia valenza “indiretta”.

Ancora più seria è l’obiezione legata alla teorica paralisi della funzionalità deliberativa dell’assemblea. Nel caso del tetto minimo, in effetti, potrebbe darsi il caso in cui tutti i soci possano teoricamente perdere il diritto di voto qualora ciascuno di questi abbia una partecipazione inferiore alla soglia di capitale prefissata, o, comunque, potrebbero darsi il caso in cui minoranze di capitale particolarmente esigue possano trovarsi nella situazione di approvare la delibera <sup>(138)</sup>.

A nostro avviso anche questa obiezione non pare decisiva. Certo, in difetto di adeguati correttivi statutari, pare preferibile escludere che nelle delibere di approvazione del bilancio e di nomina e revoca degli amministratori – in cui l’art. 2369, comma quarto cod. civ., come è noto, vieta imperativamente all’autonomia statutaria di alzare i quozienti deliberativi – possa essere introdotta

---

<sup>(136)</sup> Ipotizza la violazione indiretta del limite dei tre voti per le azioni a voto plurimo, con riferimento all’ipotesi di azioni con voto conteggiabile per una frazione di unità, G.A RESCIO, *Tetti di voto, tetti di partecipazione*, *op. cit.*, p. 235, nt. 22.

<sup>(137)</sup> Non a caso vi era già chi ammetteva la legittimità di congegni di voto plurimo condizionato al di fuori dell’emissione di azioni speciali, anche prima della novella liberalizzatrice del 2014, v. ad esempio M. LIBERTINI - A. MIRONE - P. SANFILIPPO, *sub 2351*, *op. cit.*, p. 275; M. BIONE, *Il voto multiplo, digressioni sul tema*, in *Giur. Comm.*, 2011, I, p. 633; B. MASSELLA DUCCI TERI, *Appunti in tema di divieto di azioni a voto plurimo: evoluzione storica e prospettive applicative*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, II, p. 762, i quali fondavano l’ammissibilità di scaglionamenti crescenti di voto nonostante la vigenza del divieto di voto plurimo sulla circostanza che gli stessi, non dando luogo ad una categoria di azioni, non rientrerebbero nel suo ambito di applicazione. Successivamente all’abrogazione del divieto di voto plurimo, adombrano l’ammissibilità degli scaglioni a voto crescente 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 maggiorato*, in *Società*, 2014, p. 1052 nt.10. In Francia, in senso favorevole, v. P. LEDOUX, *Le droit de vote des actionnaires*, Parigi, 2002, p. 316, nt. 166.

<sup>(138)</sup> Fa leva soprattutto su questo argomento (oltre al divieto di voto plurimo, ormai superato dal legislatore, e comunque, non decisivo nella fattispecie in esame per la ragione esposta prima nel testo, anche qualora ad esso si voglia attribuire una portata precettiva indiretta in funzione del limite dei tre voti) per escludere l’ammissibilità del tetto minimo di voto, G.P. LA SALA, *Voto non proporzionale*, *op. cit.*, p. 136. La posizione dell’autore non sembra però del tutto coerente, poiché egli ammette poi (successivamente a p.183 ss.), senza riproporre il problema, clausole generali limitative indipendenti dalla misura del possesso azionario, ove, a ben vedere, l’effetto di paralisi assembleare, in astratto, potrebbe ben essere il medesimo. Più di recente, in senso favorevole a «regole che subordinano la legittimazione all’esercizio di parte dei diritti sociali alla titolarità di un numero di azioni o di una quota di partecipazione almeno pari o superiori al possesso minimo», Massima n. 202 - 5 Luglio 2022, Clausole statutarie di “tetto minimo” di azioni o quote, elaborata dalla Commissione società del CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO.

una clausola di tetto azionario minimo per l'esercizio del voto. In effetti, se il legislatore già si premura di evitare che l'autonomia statutaria possa rendere più difficoltosa l'approvazione delle delibere essenziali per il funzionamento della società, a maggior ragione dovrebbero rifiutarsi clausole che possano esporre al rischio della perdita totale dei voti delle azioni del capitale.

Tuttavia, negare qualsiasi spazio all'autonomia statutaria pare una soluzione non desiderabile. Anche perché se così non fosse, verrebbero quasi del tutto pregiudicati gli spazi per immaginare ulteriori clausole generali che limitino il voto in dipendenza di condizioni personali dei soci diverse dalla fattispecie tipica dell'art. 2351, comma terzo cod.civ. (ove, anche nella sua controversa forma più estrema, quella in cui il tetto sia collocato in corrispondenza di una sola azione posseduta, tutti i soci potrebbero comunque conservare la possibilità di esprimere il voto <sup>(139)</sup>).

La legittimità della clausola di tetto minimo azionario per l'esercizio del voto (così come delle altre condizioni soggettive che in astratto esponano al rischio della perdita del voto tutte le azioni del capitale) può essere a nostro avviso preservata mediante apposite previsioni statutarie che automaticamente ne paralizzino l'effetto della qualora tutte le azioni (o comunque una predeterminata aliquota del capitale) incorrano nella limitazione, ripristinando così la regola di proporzionalità, ovvero circoscrivano l'applicazione di questa a un perimetro predefinito di delibere (diverse da quelle essenziali di cui all'art. 2369, comma quarto cod. civ.).

---

<sup>(139)</sup> Sull'ammissibilità voto capitario nella s.p.a. il dibattito è risalente e non ancora sopito. Prima della riforma del 2003 la dottrina era sostanzialmente unanime nel negare l'ammissibilità del voto capitario nella s.p.a. v., *ex multis*, T. ASCARELLI, *Interesse sociale e interesse comune nel voto*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1951, p. 1148; G. SENA, *Il voto nell'assemblea di società per azioni*, *op. cit.*, p. 236 e P. BENAZZO, *Autonomia statutaria e quozienti assembleari nella società per azioni*, Milano, 1999, p.440 ss.; dopo la riforma del 2003 si esprimono sempre in senso negativo A. ANGELILLIS-M. VITALI, *sub 2351*, *op. cit.*, p. 447 ss., M. LIBERTINI - A. MIRONE - P. SANFILIPPO, *sub 2351*, *op. cit.*, p. 275 e M. BIONE, *Voto capitario nella s.p.a.*, *op. cit.*, p. 625 ss. Si esprimono invece a favore dell'ammissibilità del voto capitario dopo la riforma del 2003, v. tra gli altri, A. BLANDINI, *Le azioni a voto limitato nella riforma*, *cit.*, p.486; E. CUSA, *Il socio finanziatore*, *op. cit.*, p. 298; G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza*, *op. cit.*, p. 167 ss.; F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, p. 98 s.; V. SANTORO, *sub 2351*, in *La riforma delle società*, *op. cit.*, p. 151 s.; G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, *op. cit.*, p. 161 ss.

## Capitolo terzo: *La personalizzazione della società per azioni: fattispecie, limiti e tutele.*

1 L'atipicità del contenuto delle categorie azionarie dopo la riforma del 2003. L'emersione della rilevanza della condizione personale del socio (e le categorie di azionisti) nella disciplina del modello della s.p.a. chiusa, e il latente contrasto con i principi della «rilevanza centrale» e della «libera trasferibilità» dell'azione. - 2.1. Condizioni soggettive dei soci nella disciplina della circolazione azionaria. Intrasferibilità *temporanea* e Intrasferibilità *soggettiva* relativa. - 2.2 Limiti alla circolazione e principio di eguaglianza: l'applicabilità dei limiti nei trasferimenti delle azioni tra soci. - 2.3. Le «Categorie di soci» nelle situazioni passive e attive delle clausole di limitazione statutaria della circolazione delle azioni. - 3. Il riscatto «non finalizzato» delle azioni come tecnica di personalizzazione della partecipazione. L'estromissione convenzionale del socio di società per azioni tra clausola di riscatto e prestazioni accessorie. - 4.1 La fattispecie: la predeterminazione di astratte condizioni personali (di «categorie») dei soci quale tecnica generale di personalizzazione delle situazioni attive e passive sociali nella società per azioni. Condizioni soggettive e categorie di azionisti - 4.2. (...) segue. Eguaglianza e impersonalità. La tesi che richiede l'integrabilità della condizione, ai fini della sua legittimità, per qualsiasi socio attuale e futuro come corollario (indiretto) del principio di spersonalizzazione. Critica. - 4.3. (...) segue. La potenziale integrabilità in astratto (anche solo da qualcuno dei soci futuri) della situazione personale come criterio necessario ma non sufficiente per l'afferenza al sociale delle condizioni soggettive. Condizioni soggettive e interesse sociale: gli spazi di contrattualità nell'area dei diritti partecipativi dell'organizzazione societaria in forma di s.p.a. - 4.4. (...) segue Tra i diritti diversi «a soggetto» e diritti particolari «per relationem». Il confine con i diritti particolari «ad personam». L'eccezione alla regola: il controverso spazio (al di fuori dei privilegi patrimoniali) per i «diritti particolari» (subordinati alla permanenza dello status socii e con termine quinquennale dalla costituzione) dei soci fondatori (art. 2341 cod. civ.) - 4.5. (... segue) Le «pene private» statutarie - 5. Le condizioni soggettive nella prospettiva dinamica - 5.1. Condizioni soggettive, categorie di azionisti e introduzione *durante societate* - 5.2 Parità di trattamento e (predeterminate) condizioni soggettive. Il carattere non retroattivo dell'evento personale, nel caso di situazioni soggettive «intangibili» dalla maggioranza. 5.3. Categorie di azionisti e diritto di recesso - 6 Conclusioni: La personalizzazione del «co-tipo» della società per azioni che non ricorre al mercato del capitale di rischio e la natura suppletiva del principio di spersonalizzazione «assoluta» della partecipazione.

1 L'«atipicità» del contenuto delle categorie azionarie dopo la riforma del 2003. L'emersione della rilevanza della condizione personale del socio nella disciplina del modello della s.p.a. chiusa, e il latente contrasto con la «rilevanza centrale» e «la libera trasferibilità» dell'azione. Categorie di azioni e categorie di azionisti.

Nell'orizzonte sistematico della disciplina del diritto del voto nella società per azioni, come si è indagato nel secondo capitolo, dopo le riforme del 2003 e del 2014, appaiono più incerti i confini imposti dal principio di eguaglianza delle azioni all'autonomia statutaria nel *personalizzare* la partecipazione azionaria. «*Personalizzazione*», che assume infatti un significato particolarmente sfuggente alla luce del fatto che, sempre più autori, come si è *supra* rilevato, ammettono categorie di azioni con diritto di voto condizionato in base alle circostanze personali del socio che le possiede (almeno per quelle «tipiche»: l'anzianità partecipativa e la quota di azioni possedute). Si parlava,

pocanzi, al proposito, di effetto quasi ossimorico di questa interpretazione rispetto alla tradizionale nozione di titolo azionario, poiché, in effetti, il contenuto dell'azione (ne fa parte naturalmente il diritto di voto) verrebbe a conformarsi in ragione delle circostanze che caratterizzano la sfera giuridica del socio che ne è possessore, senza che al mutevole atteggiarsi di questa corrisponda il cristallizzarsi di un "diritto diverso" di una categoria azionaria; effetto, quest'ultimo, che andrebbe invero registrato a monte, già nella circostanza in cui in astratto una regola statutaria subordini l'intensità del diritto di voto attribuito da un gruppo predeterminato e distinto di azioni all'avverarsi di eventi di carattere soggettivo. Affinché la regola condizionale possa essere veicolata con l'alienazione dell'azione (di categoria) anche ai successivi acquirenti è infatti necessario, sul piano teorico, concepirla quale diritto "condizionato" dell'azione e non come situazione soggettiva *personale* del socio, inidonea, di per sé, a circolare con il titolo. Qualora si tratti, invece, di regola generale trasversalmente riferita a tutte le azioni, come verificheremo in seguito, il bivio interpretativo in punto di qualificazione tra diritto condizionato dell'azione e diritto particolare "*per relationem*" conduce a diversi approdi in punto di disciplina con riguardo all'introduzione *durante societate* delle clausole in discorso.

Più in generale, iniziando ad allargare lo sguardo sistematico anche al di fuori del diritto di voto, questo atteggiamento interpretativo liberale in punto di qualificazione come categorie e non *tipi* delle azioni selettivamente destinatarie di una regola di voto maggiorato o per tetti o scaglioni, sembra probabilmente influenzato da quel convincimento in dottrina, maggioritario dopo la riforma del 2003, circa l'ampia malleabilità del *contenuto* delle categorie di azioni. Si è infatti arrivati, come è noto, al punto di ritenere - quantomeno come canone interpretativo tendenziale - che «qualsiasi situazione giuridica soggettiva astrattamente attribuibile dallo statuto alle azioni [...] ed astrattamente suscettibile di una diversa attribuzione ad una parte delle azioni rispetto alle altre azioni, sia idonea a fondare una categoria azionaria» e, quindi, recare con sé la tutela dell'assemblea di cui all'art. 2376 cod. civ.

(<sup>1</sup>). Il pendolo tra "tipi" e "categorie" di azioni, dopo la riforma del 2003 e l'espressa consacrazione all'art. 2348, comma secondo cod.civ. del principio di atipicità del contenuto

---

(<sup>1</sup>) M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, *op. cit.*, p. 601, il quale giunge quindi a individuare il fondamento del concetto di categoria nella «presenza di "regole diverse" dell'organizzazione societaria; ossia di regole che si applicano ad un gruppo di azioni oggettivamente preordinate, in modo diverso rispetto ad altre azioni»; dello stesso autore vedi anche, con osservazioni ulteriori, ID, *sub* 2348, in *Azioni*, a cura di Notari, Commentario alla riforma delle società, *op. cit.*, p. 161 ss. In questa direzione vedi anche, tra i molti, U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nelle società quotate*, *op. cit.*, p. 698; N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, *op. cit.*, p. 272; M. CIAN - C. SANDEI, *La partecipazione azionaria*, *op. cit.*, p. 136 ss. La tesi più restrittiva è invece ancora sostenuta, dopo la riforma del

delle categorie azionarie <sup>(2)</sup>, almeno nella lettura prevalente della dottrina, sembra dunque essere decisamente oscillato verso queste seconde.

In primo luogo, tra le “azioni di categoria” sono da includersi infatti azioni la cui “diversità” attenga non solo a diritti “*accrescibili*” e “*misurabili*” (ovvero quelli che dipendono dal numero delle azioni possedute, quali il diritto di voto e il diritto all’utile), ma anche ai diritti appartenenti all’ampia ed eterogenea fattispecie dei diritti *non accrescibili*, invero diversificabili tra categorie di azioni per un rafforzamento dal lato attivo ma non mediante una limitazione dal lato passivo <sup>(3)</sup>, e dei c.d. diritti della minoranza, la cui “quota” può essere “computata” con differenti regole per diverse categorie di azioni (anche qui dal lato attivo, nel senso di una diminuzione della soglia di capitale a cui è collegato il sorgere della situazione soggettiva, non dal lato passivo poiché la “quota minima” selezionata dal legislatore sembra rappresentare un

---

2003, da M. LIBERTINI-A. MIRONE-P. SANFILIPPO, *sub* 2348, in *Commentario romano, op. cit.*, p. 246, secondo i quali la caratteristica differenziale della categoria dovrebbe identificarsi in una posizione attiva e non invece in un obbligo; v. anche, sia pure con articolata posizione (v. *infra* nt. 6) G. DI CECCO, *Conversione e convertibilità dei titoli azionari*, Milano, 2012, p. 327 ss. Prima della riforma la lettura prevalente era quella più restrittiva: si riteneva, infatti, che la diversità atta a configurare una categoria di azioni dovesse essere fondata su un qualche diritto incorporato nelle azioni e non in base a caratteristiche esteriori, v. A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali, op. cit.*, p. 64 ss. (al quale si deve comunque l’intuizione per cui la specialità dei diritti diversi non debba necessariamente consistere in un «di più» rispetto ai diritti comuni a tutti gli azionisti, potendo consistere anche in un «di meno», v. già ID, *La nozione di categoria e le categorie di azioni ai sensi degli artt. 2348 e 2376 c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 1953, I, p. 435, pur ritendendo comunque l’autore che la diversità potesse contraddistinguere solo i diritti “misurabili”); A. DE MARTINI, *Azioni e obbligazioni di società*, in *Enc. della banca e della borsa*, IV, Milano, 1968, p. 58 s.; M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da Colombo e Portale, *op. cit.*, p. 48; C. ANGELICI, *Le azioni in Il codice civile. Commentario diretto da P. Schlesinger, op. cit.*, p. 65 s.; P. GROSSO, *Categorie di azioni e assemblee speciali, op. cit.*, p. 43 ss. La tesi più estensiva, prima della riforma, era già sostenuta da L. MOSSA, *Trattato del nuovo diritto commerciale*, IV, *Società per azioni*, Padova, 1957, p. 313 e B. VISENTINI, voce, *Azioni di società*, in *Enc. Dir.*, IV, Milano, 1959, p. 990.

<sup>(2)</sup> Principio che, in realtà, veniva diffusamente affermato anche prima della riforma del 2003, v. *ex multis*, A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali, op. cit.*, p. 99; e C. ANGELICI, *Le azioni in Il codice civile. Commentario diretto da P. Schlesinger, op. cit.*, p. 62, anche se poi veniva interpretato e applicato in senso restrittivo, v. infatti M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato delle società, op. cit.*, p. 51 s., secondo il quale «la libertà statutaria di creare azioni fornite di diritti diversi sembra esaurirsi entro le categorie nominate delle azioni privilegiate, delle azioni a voto limitato e delle azioni di risparmio».

<sup>(3)</sup> In questa direzione si vedano M. CIAN – C. SANDEI, *La partecipazione azionaria, op. cit.*, p. 139, che ammettono ad es. una differenziazione attiva del diritto di controllo del socio ex art. 2422 cod.civ. per una categoria di azioni, che potrà ad es. incorporare il diritto di controllo anche ai libri sociali della controllante; sostiene l’ammissibilità di categorie azionarie dotate di diritti informativi rafforzati anche A. STAGNO D’ALCONTRES, *sub* 2351, in *Società di capitali, op. cit.*, p. 310; *contra*, F. PICONE, *Diritti diversi e categorie di azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, p. 765, secondo il quale «la “diversità” rappresentativa della posizione deve poter essere espressa proporzionalmente al capitale».

nucleo minimo intangibile di tutela dei soci di minoranza della società per azioni) <sup>(4)</sup>.

Per quanto più da vicino ci interessa, è soprattutto qualora si ammetta che i limiti statuari alla circolazione delle azioni possano essere applicati selettivamente per un gruppo predeterminato e distinto di azioni <sup>(5)</sup>, e che poi queste ultime costituiscano categorie azionarie, che si avverte, specularmente con quanto già registrato con riguardo al microcosmo normativo “personalistico” del diritto di voto (i.e. artt. 2351, comma terzo cod.civ. e 127-*quinquies* T.u.f.), una certa tensione con la tradizionale fisionomia “tipologica” del titolo azionario, di unità di misura necessariamente e assolutamente *spersonalizzata* della partecipazione. Se si ritenesse che l’applicazione selettiva di un limite alla circolazione di un gruppo distinto di azioni valga a renderle azioni di categoria speciale, e il che sul piano degli interessi sostanziali in gioco nel caso di modifiche pregiudizievoli dei relativi “diritti diversi” sembra dopo la riforma uno snodo interpretativo quasi obbligato <sup>(6)</sup>, diviene chiaro che anche qui il principio di eguaglianza

---

<sup>(4)</sup> Si pensi ad una categoria speciale di azioni che incorpori quale diritto diverso la possibilità di avvalersi di una quota inferiore rispetto al modello legale nel computo dell’aliquota necessaria per l’esercizio dell’azione della minoranza. In questa direzione v. M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari partecipativi: confini della fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca Borsa*, 2003, I, p. 552, il quale riconosce la possibilità di accordare alle azioni di una categoria il diritto di convocare l’assemblea ai sensi dell’art. 2367 anche solo con il possesso di un’azione speciale; v. anche U. TOMBARI, *sub* 2348, in *Le società per azioni*, a cura di Abbadessa e Portale, *op. cit.*, p. 523.

<sup>(5)</sup> Lo nega, in particolare, C. ANGELICI, *Le azioni*, *op. cit.*, p. 65, secondo cui non sarebbe possibile, già a monte, stabilire differenziazioni statuarie con riguardo al regime della trasferibilità per gruppi distinti di azioni, al di fuori dei casi tipici dell’art. 2345 cod. civ. e 2349 cod. civ.; la tesi doppiamente restrittiva di Angelici è stata criticata in particolare da M. NOTARI, *sub* 2348, in *Azioni*, *op. cit.*, p. 168 s., il quale osserva sul piano sistematico che, dopo la riforma, il netto aumento degli spazi per l’autonomia statutaria legittimi soluzioni più liberali anche con riguardo a limiti alla circolazione differenziati per (categorie) di azioni, anche perché quest’ultima configurazione statutaria «sembra discostarsi meno dal principio di libera trasferibilità, cui ogni caso tende il modello legale». Inoltre, l’autore ravvisa nel labile confine tra il profilo della circolazione e della liquidazione un ulteriore argomento a favore della tesi estensiva, attesa la pacifica ammissibilità di clausole di riscatto e di recesso convenzionale selettivamente riferite a un gruppo distinto di azioni.

<sup>(6)</sup> Come sottolinea M. NOTARI, *op. ult. cit.* p. 170, con approccio attento alle esigenze di tutela sul piano sostanziale, sembra difficile oggi negare che l’applicazione selettiva di un limite alla circolazione delle azioni non richieda la tutela dell’art. 2376 cod. civ., a fronte della possibile esclusione del diritto di recesso a opera dello statuto ai sensi del secondo comma dell’art. 2437 cod. civ. Altrimenti opinando, poiché non sarebbe invocabile alcuna tecnica di tutela della posizione individuale del socio ulteriore al recesso, si esporrebbero i soci possessori delle azioni destinatarie del limite a un potenziale vuoto di tutela, certamente non adeguatamente colmabile con la tecnica residuale di protezione del socio dell’impugnazione ex art. 2377 cod.civ. della delibera per *abuso* della maggioranza. D’altro canto, l’introduzione stessa dell’ipotesi di recesso sembra escludere la soluzione del consenso individuale (ampiamente sostenuta nel dibattito pre-riforma del 2003). La posizione è condivisa pure da G. DI CECCO, *Conversione e convertibilità dei titoli azionari*, *op. cit.*, p. 327 ss., il quale pur si produce nello sforzo di perimetrare più esattamente le “regole” atte a fondare categorie di azioni dal lato passivo, ma comunque tende a risolvere il dilemma categoria/tipo di azioni alla luce di un criterio condizionato, più che dai tradizionali connotati

*relativa* dei diritti delle azioni verrebbe necessariamente a confrontarsi con l'indubbio rilievo della condizione personale dei soci che si intravede, già ad un primo sguardo, nell'osservazione dell'orizzonte sistematico dei limiti alla circolazione della partecipazione azionaria (per il riscatto il discorso è speculare, anche se l'ammissibilità di categorie di azioni connotate dalla soggezione al riscatto sembra essere meno sicura <sup>(7)</sup>). Se si ammettesse infatti la compatibilità con il principio di eguaglianza relativa dei diritti delle azioni di regole condizionali "soggettive" *selettivamente* rivolte a un gruppo predeterminato e distinto di azioni, la conclusione – come già argomentato – non dovrebbe affatto mutare in caso di regola *generale*, trasversalmente riferita a tutte le azioni. Del resto, come vedremo, l'ammissibilità di regole *generali* che diversifichino le condizioni di circolazione e di riscatto delle azioni in base a predeterminate situazioni personali dei soci (anche diverse dalla misura del possesso azionario) è certamente

---

caratteristici del titolo azionario, dalla prospettiva delle esigenze di tutela dei soci possessori delle azioni a cui è "riferita" una clausola statutaria che introduca tra le azioni una differenziazione di una data situazione soggettiva sociale. Il problema, lungo questa prospettiva, viene dunque a connettersi (e a sfumarsi) da un lato nell'amplissima costellazione di posizioni dottrinali che si pronunciano, per un verso, circa il rapporto tra la tutela dell'assemblea speciale dell'art. 2376 cod.civ. e quella del diritto di recesso di cui all'art. 2437 cod.civ. (specie alla lett. g.), dall'altro nell'effettiva latitudine dell'area di intangibilità a maggioranza della posizione giuridica del socio di società per azioni (si rimanda ai paragrafi successivi per più ampie indicazioni bibliografiche sul punto). Per quanto qui interessa, l'autore critica la nozione "tradizionale" di categoria azionaria affermatasi post-riforma del 2003 per eccesso di latitudine in riferimento alle altre situazioni soggettive passive. Egli ricostruisce infatti un'ampia area di intangibilità della sfera giuridica del socio (obblighi ex art. 2345 cod.civ., diritto potestativo dei soci o della società di riscatto di azioni in circolazione, obblighi di co-vendita, obbligo di acquisto delle azioni in caso di mancato *placet* nella disciplina del gradimento mero) corrispondente a regole statutarie che, sia pur se riferite a gruppi predeterminati e distinti di azioni, non potrebbero fondare categorie di azioni per incompatibilità delle menzionate fattispecie con la tutela dell'art. 2376 cod. civ., in virtù del preteso necessario consenso unanime richiesto per l'introduzione e la successiva modifica. Prima della riforma, assumevano già una posizione favorevole alla qualificazione delle azioni soggette a un limite alla circolazione come azioni di categoria speciale anche T. ASCARELLI, *Sui limiti statutarî alla circolazione delle partecipazioni sociali*, op. cit., p. 397; B. VISENTINI, voce, *Azioni di società*, op. cit., p. 990; G. FERRI, *Le società*, in *Trattato di diritto civile*, op. cit., C. COSTA, *Le assemblee speciali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, vol. 3, t.2, Torino, 1993, p. 523 ss. Dopo la riforma, in senso favorevole, oltre a Notari e Di Cecco, v. anche M. LIBERTINI - A. MIRONE - P. SANFILIPPO, *sub art. 2348*, in *Commentario romano*, op. cit., p. 248; M. CIAN - C. SANDEI, *La partecipazione azionaria*, op. cit., p. 137; A.A. AWDAD, *sub. 2376*, in *Le società per azioni*, a cura di Abadessa e Portale, cit., p. 1036; *contra*, prima della riforma, tra i tanti, A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, op. cit., p. 70 e 125; A. DE MARTINI, *Azioni e obbligazioni di società*, op. cit., p. 58 s.; M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, op. cit., p. 48; C. ANGELICI, *Le azioni*, in *Il codice civile. Commentario*, op. cit., p. 65 s.; ID, *La circolazione della partecipazione azionaria*, op. cit., p. 155; M. BIONE, *Le azioni*, op. cit., p. 48; P. GROSSO, *Categorie di azioni e assemblee speciali*, op. cit., p. 46; dopo la riforma del 2003, sempre a favore della tesi negativa v. anche F. PICONE, *Diritti diversi e categorie di azioni*, op. cit., p. 765; F. DIMUNDO, *sub 2348*, in *La riforma del diritto societario, Commentario*, a cura di Lo Cascio, v. 4., Milano, 2003, p. 33; F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari partecipativi nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, p. 76;

<sup>(7)</sup> V. *infra* nt. 95, per gli opportuni riferimenti bibliografici.

maggiormente condivisa rispetto a quanto si è registrato nell'ambito del diritto di voto <sup>(8)</sup>.

La tendenziale evoluzione dei “diritti diversi” in “regole diverse” riferite dallo statuto a un gruppo predeterminato e distinto di azioni evidenzia, del resto, una visione che accentua il carattere di titolo reale/causale del titolo azionario, il quale verrebbe a caratterizzarsi come “sostanziale precipitato” dello statuto <sup>(9)</sup>. Da questa prospettiva, sembra avvertirsi una tensione tra i due nuclei fondanti (l'«ampia autonomia statutaria» dei soci a cui si lega la particolarmente ampia – per come interpretata dalla dottrina ora maggioritaria – «libertà nella determinazione del contenuto delle azioni» da un lato e la «rilevanza centrale» dell'azione a cui è connessa la tendenziale libera «trasferibilità» <sup>(10)</sup> dall'altro, che rimangono pur sempre parametri necessari per valutare l'ammissibilità delle “regole diverse” atte a fondare categorie azionarie <sup>(11)</sup>) l'emisfero della società per azioni nelle intenzioni del legislatore della riforma del 2003. Come approfondiremo dinnanzi, proprio la *disciplina* posta dagli artt. 2355 *bis* e 2437-*sexies* cod. civ. non sembra infatti incastonarsi (o comunque non è perfettamente *coerente*) con l'idea tradizionale della fattispecie negoziale azionaria (o meglio potremmo pensare, se si condividesse l'assunto per cui i limiti alla circolazione siano elementi che possano concorrere nel definire la fisionomia tipologica, che la fattispecie azionaria debba essere concepita con una flessibilità atta a dar conto dei crescenti spazi di limitazione della circolabilità delle azioni <sup>(12)</sup>).

---

<sup>(8)</sup> E vedi i par. 2 e 3 per l'approfondimento della tematica nell'ambito della disciplina, rispettivamente, degli artt. 2355-*bis* e 2437-*sexies* cod.civ.

<sup>(9)</sup> Così si esprime, a proposito della visione estensiva di Notari, P. SFAMENI, *Azioni di categoria*, *op. cit.*, p.178 nt. 249.

<sup>(10)</sup> V. infatti art. 4, 1° comma, legge n. 366/2001. Del resto, parte della dottrina sottolinea come la disciplina dell'art. 2355-*bis* sembra porsi in contraddizione con l'art. 3, *lett d*), della seconda direttiva n. 77/91/CEE, che consente solo la limitazione dell'alienabilità e non la soppressione completa, cfr. V. CARIELLO-M.S. SPOLIDORO, *Azioni e altri strumenti finanziari*, in *Riv. soc.* 2002, p. 1471; G.C. RIVOLTA, *La società per azioni e l'esercizio di piccole e medie imprese*, *op. cit.*, p. 642 s.

<sup>(11)</sup> In dottrina si sottolinea come l'autonomia statutaria in materia incontri pur sempre il limite della «*causa societatis*» e della «disciplina inderogabile del tipo» M. NOTARI, *ult. op. cit.*, p.161; o dei «connotati essenziali dell'azione» A. STAGNO D'ALCONTRES, *sub* 2348, *op. cit.*, p. 282; secondo M. LIBERTINI - A. MIRONE - P. SANFILIPPO, *sub art. 2348*, in *Commentario romano*, *op. cit.*, p. 248, invero i limiti che l'autonomia incontra potrebbero racchiudersi in un catalogo “tassativo” rappresentato dal divieto di patto leonino, il divieto di emissione di azioni con voto limitato oltre la metà del capitale sociale, il divieto di voto plurimo [ora aggiornato come divieto di non più di tre voti per azione] e « (...) gli altri contenuti inderogabili della partecipazione azionaria (..) il diritto ad una quota di liquidazione, i poteri di controllo, il diritto di recesso»; in senso non dissimile N. ABRIANI, *Le azioni*, *op. ult. cit.*, p. 266.

<sup>(12)</sup> Che la distinzione tipologica tra s.p.a. ed s.r.l. debba misurarsi anche sul piano dei limiti alla circolazione delle partecipazioni lo rilevava già con grande chiarezza V. MELI, *Le clausole di prelazione*, *op. cit.*, p. 90 ss., il quale afferma che «il profilo attinente alla circolabilità delle partecipazioni sociali non è, (..) irrilevante ai fini di una



Invero, il carattere della libera trasferibilità delle azioni è un connotato che sembra poter esser a tal punto compresso e manipolato (e, per converso, l'interesse all'omogeneità e alla selezione qualitativa della compagine così fecondamente esplorato) dall'autonomia statutaria delle società per azioni chiuse dopo la riforma, da potersi seriamente dubitare della tenuta della tradizionale estensione dei confini "tipologici" della s.p.a. nel modello della s.p.a. chiusa, almeno quando essi siano inderogabilmente tarati su un principio di rigida e assoluta spersonalizzazione dei diritti dei soci che sia atto ad escludere – al di fuori delle ipotesi tipiche - la validità di una tecnica di "personalizzazione" della posizione dei soci in seno all'organizzazione societaria più *blanda* rispetto ai diritti particolari *ad personam*, quale è la predeterminazione statutaria di situazioni personali dei soci a cui sia collegata l'intensità, o addirittura la spettanza, di alcune situazioni soggettive sociali attribuite da tutte o da una parte delle azioni del capitale.

### 2.1 *Intrasferibilità temporanea e intrasferibilità soggettivamente relativa. I "limiti" di restrizione soggettiva della circolazione.*

Uno degli aspetti certamente più dirimpenti della riforma del 2003, specie alla luce del progressivo *trend* sistematico di accrescimento degli spazi di personalizzazione della partecipazione azionaria, è certamente il venir meno del *dogma* dell'invalidità del patto statutario di intrasferibilità *assoluta* delle azioni, considerato pre-riforma, salvo qualche isolata

---

demarcazione tra i due tipi societari. Discorso, questo, che non avrebbe nessun senso se non avesse a presupposto il riconoscimento, da parte del legislatore, che l'intervento statutario in questo settore ha nell'intenzione dei soci finalità di conformazione della partecipazione sociale e, pertanto, efficacia non limitata ai rapporti interindividuali», il quale lamenta peraltro una carenza di osservazione nel dibattito dottrinale con riguardo al «legame che, con vincolo di consequenzialità, connette la struttura societaria all'adozione di strumenti stabilmente orientati affinché l'appartenenza dei singoli individui ad un gruppo – o meglio, la non appartenenza di un singolo individuo ad un gruppo – sia qualcosa più che un dato occasionale, ipotizzabile come transeunte». L'autore critica quindi (nt. 152) l'opinione di G.L. PELLIZZI, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, op. cit., p. 151, per il quale il gradimento (e più in generale i limiti alla circolazione delle azioni) attengono alla disciplina e non alla fattispecie della società per azioni chiusa e che apertura e chiusura della società riguardano le «intenzioni reali dei soci fondatori», osservando come non può non vedersi come «la mancanza di strumenti, quali appunto le clausole limitative della circolazione delle azioni, idonei a rendere stabili tali intenzioni reali, lascia che queste siano un dato accidentale e potenzialmente transeunte, pertanto inutilizzabile ai fini della definizione giuridica di una data realtà. Dunque, le clausole limitative rientrano a buon diritto tra gli elementi costitutivi la fattispecie. Un *posterius* è rappresentato dal trattamento legale di tali clausole».

voce dissenziente <sup>(13)</sup>, cardine tipologico essenziale della s.p.a. <sup>(14)</sup> (con conseguente sanzione

---

<sup>(13)</sup> A favore della ammissibilità del divieto assoluto di alienazione delle azioni, purché temperato dal diritto di recesso (argomentando dall' art. 2523 cod.civ. vecchio testo in tema di cooperative), v. A. GRAZIANI, *Diritto delle società*<sup>5</sup>, Napoli, 1962, p.266, testo e nt. 4; o da un termine ragionevole e sorretto da una giustificazione della fattispecie concreta, v. in questo senso NOBILI, "Le clausole di gradimento", *Riv. soc.*, 1990, p. 433, 435 e, in giurisprudenza, in quest'ultima direzione, v. App. Napoli, 9 giugno 1998, in *Notariato*, 1999, p.33; Trib. Torino, 8 maggio 1996, in *Giur. it.*, 1997, I, p. 24. V. anche la peculiare posizione di G. FRÈ, *Società per azioni*<sup>5</sup>, in *Comm. Del cod. civ.*, a cura di Scialoja e Branca, Libro V, Del lavoro, art. 2325-2461, Bologna-Roma, 1982, p.254, secondo il quale il fondamento dell'inammissibilità di un divieto assoluto della circolazione delle azioni sarebbe revocabile in dubbio per due ragioni: da un lato il divieto non sottrarrebbe «perpetuamente dei beni alla circolazione, perché la società ha una durata limitata nel tempo», dall'altro non «sembrerebbe fondato invocare un preteso principio generale posto a tutela dei soci o dei terzi in ordine alla libera circolabilità delle azioni»; per i primi poiché la legge stessa consente loro di derogare al principio, per i secondi poiché a livello sistematico la legge ammette l'esistenza di soci limitatamente responsabili come gli accomandanti, le cui quote non sono alienabili senza una modificazione dell'atto costitutivo.

<sup>(14)</sup> Il tema, invero, era già dibattuto nel vigore del Codice di Commercio del 1882, si vedano al proposito le opinioni restrittive di U. MANARA, *Delle Società e delle associazioni commerciali*, *Società commerciali*, t.1, Torino, 1902 p. 522 ss. e A. SALANDRA, voce "Società commerciali", in *Nuovo Dig. it.*, Torino, 1940, XII, 1, p. 430, n. 42, p. 483.; una visione più permissiva si riscontra in E. SOPRANO, *Trattato teorico-pratico delle società commerciali*, t.1, Torino, 1934, p. 488 s. sulla scia di T. ASCARELLI, *Sui limiti statutarî alla circolazione delle azioni e sui diritti individuali degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1931, II, p. 487, p.490 ss., il quale argomenta a favore della liceità del patto statutario di inalienabilità anche nelle società azionarie (e non solo nell'anonima per quote) a partire dalla natura derogabile del precetto di incondizionata cedibilità delle azioni e dalla riconducibilità dell'azione intrasferibile alla categoria dei titoli di credito, in specie di assegno non trasferibile. Dopo il codice civile del 1942, si è registrato invece un convincimento granitico in dottrina in ordine alla illiceità del divieto di alienazione, proprio in ragione del carattere "tipologico" della naturale vocazione al mercato delle azioni, palesemente contraddetto dalla limitazione statutaria assoluta alla libertà dei soci di disporre della propria partecipazione, al fine di realizzarne il controvalore in denaro senza il deupaperamento del patrimonio sociale. In questo senso v. tra i tanti T. ASCARELLI, "Sui limiti statutarî alla circolazione delle partecipazioni azionarie", *Banca, borsa, tit. cred.*, 1953, I, p.281, p.313 e ID, *Corso di diritto commerciale*<sup>3</sup>, Milano, 1962, p.34 (il quale muta il proprio orientamento rispetto al vigore del Codice di Commercio); W. BIGIAMI, "La clausola di gradimento al trapasso delle azioni", *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1953, I, p. 11; G. RIVOLTA, *La partecipazione sociale*, Milano, 1965, p.336; F. DENOZZA, "Sopravvivenza (ma entro quali limiti?) delle clausole di gradimento", in *Giur. comm.*, 1979, II, p. 10; B. LIBONATI, "Clausola di gradimento e appello al risparmio diffuso", *Riv. dir. comm.*, 1983, I, p.225, p.228; G. FERRI sr., *Le società, op. cit.*, p. 505; O. CAGNASSO, *Azioni di società*, in *Digesto delle discipline privatistiche, Sez. Commerciale*, II vol., Torino, 1987, p. 133 ss.; V. MELI, *La clausola di prelazione negli statuti delle società per azioni*, Napoli, 1991, p. 9 s.; D.U. SANTOSUOSSO, *Il principio di libera trasferibilità delle azioni. Eccesso di potere nelle modifiche della circolazione*, Milano, 1993, p. 4 ss. e L. STANGHELLINI, *I limiti statutarî alla circolazione delle azioni, cit.*, p. 395 ss. In giurisprudenza si argomentava a favore dell'inammissibilità delle clausole di gradimento mero proprio a partire dal convincimento circa l'inammissibilità del divieto di alienazione delle azioni, v. la famosa Cass., 15 maggio 1978, n. 2365, in *Giur. comm.*, 1978. Tra le fattispecie ove era talora ammessa la sopravvivenza di aree di intrasferibilità statutaria delle azioni, pur evidentemente a carattere eccezionale, vi era quella delle azioni assegnate ai dipendenti (art. 2349), v. infatti al riguardo G. GUIZZI, *La riforma del diritto delle società di capitali: la nuova disciplina dei limiti alla circolazione*, in *Nuovo diritto societario*, Milano, 2003, a cura di De Tilla-Alpa-Zatti, p. 115 ss.

di nullità *ex* 1419, comma secondo cod. civ. della clausola difforme <sup>(15)</sup>), in quanto naturale corollario dell'ontologica vocazione dell'azione alla circolazione in funzione della creazione di un mercato secondario delle partecipazioni della s.p.a.

Con norma peculiare nell'orizzonte sistematico comparatistico continentale - salvo una peculiare eccezione - <sup>(16)</sup> il legislatore italiano, dopo aver confermato al primo comma dell'art.

---

<sup>(15)</sup> Discute infatti con riguardo alle sorti della clausola di intransferibilità delle azioni di invalidità per violazione del *tipo-fattispecie*, con conseguente applicazione dell'art. 1419, comma secondo cod.civ. P. SPADA, "Autorità e libertà nel diritto della società per azioni", *Riv. dir. civ.*, 1996, I, p. 716.

<sup>(16)</sup> Nel quadro comparatistico il primato del principio di libera trasferibilità delle azioni e la conseguente negazione del divieto statutario di alienazione delle azioni è un dato invero molto diffuso, v. ad esempio nella dottrina tedesca R. FRIEDEWALD, *Die personalistische Aktiengesellschaft*, *op. cit.*, p. 42, il quale afferma che «der völlige Ausschluß der Übertragbarkeit der Aktien widerspricht dem Wesen der Aktiengesellschaft sowie dem Grundsatz der freien Übertragbarkeit der Mitgliedschaft». Interpretando il §68 Aktg, Abs 2 Satz 2-4 in combinato disposto con il § 23, Abs. 5°, AktG è naturale infatti desumere l'invalidità di un'eventuale clausola che ponga un divieto di alienazione delle azioni, v. più di recente, J. STUPP, *Anforderungen an die Vinkulierungsklausel bei Namensaktien*, in *NZG* 2005, p. 205 ss. p. 206. Invero, la legge conosce l'ipotesi della restrizione della libera cedibilità delle partecipazioni tramite l'adozione statutaria della c.d. «Zustimmung» del consiglio di amministrazione o dell'assemblea cfr. § 68, Abs. 2, Satz 2 e 3 AktG (secondo uno studio pratico si segnala che nei due terzi dei casi è questa seconda l'opzione prescelta in statuto, v. infatti W. BAYER - T. HOFFMANN, *Aktienrecht in Zahlen: Vinkulierungsklauseln bei Aktiengesellschaften*, in *AG-Report 2007*, p. 375 ss., 376), ovvero una competenza mista a seconda del tipo di trasferimento, in questo senso v. H. HIRTE, *Entscheidung über die Zustimmung zur Übertragung von vinkulierten Namensaktien: Kompetenzverlagerung auf die Hauptversammlung und Einbindung des Aufsichtsrats*, in *FS Kollhosser*, a cura di Bork, Hoeren, Pohlmann, 2004, p.217 ss., p. 226. La decisione dell'assemblea, salvo diversa scelta statutaria, avviene a maggioranza semplice dei voti (v. U. IMMENGA, *Mehrheitserfordernisse bei einer Abstimmung der Hauptversammlung über die Übertragung vinkulierter Namensaktien*, in *BB* 1992, p. 2446 ss.), non all'unanimità, poiché così si incorrerebbe nel rischio di eliminazione della circolazione delle azioni, in contrasto con i caratteri tipologici della s.p.a., in questo senso v. W. HEFERMEHL – E. BUNGEROTH, *sub* § 68 in *Aktiengesetz Kommentar*, a cura di Geßler, Hefermehl, Eckardt, Kropff, *op. cit.*, Rdn.121. Ai sensi del § 68 Abs.2 Satz 4 è possibile anche prevedere nello statuto i motivi per i quali il consenso può essere negato; aldilà dell'ipotesi legale del gradimento l'orientamento maggioritario sostiene l'incompatibilità con il sistema azionario di limiti ulteriori alla «Zustimmung», in questo senso v. *ex multis*, H. WIEDEMANN, *Die Übertragung und Vererbung von Mitgliedschaftsrechten bei Handelsgesellschaften*, München-Berlin, 1965, p. 85; M. LUTTER, *sub* 68, in *Kölner Kommentar z. AktG*, I, §§1-75, 1973, Berlin-New York, p. 514 ss., *Id.*, *Die rechte und Pflichten des Vorstands bei der Übertragung vinkulierter Namensaktien*, in *AG*, 1992, p. 368 ss.; U. IMMENGA, *Mehrheitserfordernisse bei einer Abstimmung der Hauptversammlung*, *op. cit.*, p. 105 ss.. Orientamenti restrittivi si riscontrano anche nella dottrina svizzera e portoghese (invero in virtù di inequivoche disposizioni normative); nell'ordinamento spagnolo l'art. 132, comma secondo LSC, stabilisce l'invalidità delle clausole «que hagan prácticamente intransmisible la acción»; cfr. anche per ulteriori riferimenti l'accurata ricognizione comparatistica di P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *Sulla temporaneità del divieto di trasferimento delle azioni*, in *RDS*, 2011/3, p. 575-578. Più aperto è lo stato dell'arte nel dibattito francese. Anzitutto ci si imbatte nel peculiare caso, a cui si accennava nel testo, della *société par actions simplifiée*, nella cui disciplina è prescritto che «les statuts de la société peuvent prévoir l'inaliénabilité des actions pour une durée n'excédant pas dix ans» (art. L227-13 cod. comm.). Nella *société anonyme* la dottrina francese distingue tra le clausole di

2355-*bis* cod.civ. la facoltà dello statuto di sottoporre a «particolari condizioni» il trasferimento delle azioni, ha consentito altresì di vietarne del tutto per cinque anni il trasferimento.

La norma è certamente di notevole impatto, sensazione che si rafforza subito allorché la si confronti alla norma gemella in materia di s.r.l. L'art. 2479 cod.civ. consente infatti di estendere il divieto di cessione per tutta la durata della società, sì da cristallizzare la compagine di soci alla *categoria* dei soci fondatori o dei soci attuali al momento dell'introduzione della clausola, al prezzo, però, del contrappeso, accordato dal legislatore a tutti i soci, costituito dal diritto di recesso, che si rivela in realtà sovrabbondante poiché è escludibile soltanto per i primi due anni dall'introduzione della clausola. È agevole, invero, osservare, che l'effettiva coesione di un certo cristallizzato assetto della compagine sociale è interesse che viene ad essere, controintuitivamente, tutelato maggiormente nella s.p.a., e il che giustamente ha sollevato perplessità sulla coerenza della disciplina dell'intrasferibilità dell'art 2479 con le esigenze del tipo s.r.l. <sup>(17)</sup>, o viceversa, dell'art. 2355 *bis* cod.civ. con il tipo s.p.a. <sup>(18)</sup>.

---

inalienabilità legale, nel caso di azioni assegnate ai dipendenti o, in particolari casi, agli amministratori (cfr. T. FAVARIO, *La clause statutaire d'inaliénabilité*, in *Bull. Joly*, 2010, p. 100 ss.; C. FERRY, *Validité des clauses d'inaliénabilité portant sur des actions*, in *JCP E*, 2010, p. 1327 ss.) e di inalienabilità convenzionale, ove invece ad una lettura più restrittiva (che ammette l'inalienabilità solo in sede parasociale v. M. GERMAIN, *Les sociétés commerciales*, in, *Traité de droit commercial*, a cura di Ripert e Roblot, 2009, t.1, v. II, Paris, p. 427 ss.; J. MOURY, *Des clauses restrictives de la libre négociabilité des actions* in *RTD com.*, 1989, p. 189 ss.) si contrappone invero una tesi favorevole a clausole di intrasferibilità temporanea convenzionale purché sorrette e giustificate da un interesse sociale legittimo. (v. P. MERLE, *Sociétés commerciales*<sup>20</sup>, *op. cit.*, p.397 s.; Y. GUYON, *Les sociétés. Aménagements statutaires et conventions entre associés*<sup>5</sup>, Paris, 2002, 186 ss. D. PORACCHIA, *Le rôle de l'intérêt social dans la société par actions simplifiée*, *Rev. soc.*, 2000, p. 227, I. PASCUAL, *La prise en considération de la personne physique dans le droit des sociétés*, *cit.*, p. 314) e, in giurisprudenza, Civ. 1<sup>re</sup>, 31-10-2007, n. 05-14.238, in *Bull. Joly* 2008, p. 121.

<sup>(17)</sup> Commentano criticamente la scelta del legislatore, O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in Trattato di diritto commerciale a cura di Cottino, t. V., 2007, p. 125, secondo il quale non riceve adeguata tutela l'esigenza di «mantenere invariata per un periodo ragionevole la compagine sociale», poiché «il periodo di due anni, [...] pare troppo breve in funzione dei tempi necessari per iniziare e consolidare una nuova impresa»; v. anche G.A. RESCIO, *I patti parasociali nel quadro dei rapporti contrattuali dei soci*, in Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, *op. cit.*, p. 454; M. VENTORUZZO, *Recesso da società a responsabilità limitata e valutazione della partecipazione del socio recedente*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2005, II, p. 449, testo e nt. 50; G. RIVOLTA, *La società per azioni e l'esercizio di piccole e medie imprese*, *Riv. soc.*, 2009, p. 642 s.; P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *Sulla temporaneità del divieto di trasferimento delle azioni*, *op. cit.*, p. 584, nt. 71.

<sup>(18)</sup> Sottolineano la natura eccezionale della clausola di intrasferibilità rispetto al tipo azionario in particolare N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, Torino, 2007, p.169; e già D.U. SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario*, *op. cit.*, p.98.; giungono addirittura a prospettare il recesso per tutti i soci anche durante tutto il periodo di vigore del regime di intrasmissibilità dei titoli azionari, G. MARASÀ, *La riforma di società, cooperative, associazioni e fondazioni*, Padova, 2005, p. 121, proprio in omaggio alla regola di libera circolazione delle azioni, indicata dalla legge delega tra i principi cardine della nuova s.p.a.; in questa direzione v.

La possibilità di cristallizzare stabilmente una determinata compagine sociale per un lustro o anche meno, sul piano pratico, può trovare fertile applicazione nella s.p.a. “chiuse” che abbiano concluso contratti ove sia fondamentale poter far affidamento sull’*intuitus personae* dei soci fondatori o comunque di una certa compagine sociale – si pensi paradigmaticamente ad un appalto o anche ad accordi con le banche che pretendano come condizione per il finanziamento l’incredibilità delle azioni <sup>(19)</sup> –, come anche di cementare determinati assetti partecipativi nelle s.p.a. utilizzate come strumento di attuazione di accordi di *joint venture* tra più imprese, o in quelle la cui compagine sia polarizzata tra soci imprenditori e soci investitori con fisiologici diversi intervalli temporali di *exit* in cui, fintanto che le prospettive temporali dei soci collimino, specie nella fase di c.d. *early stage*, può sussistere l’interesse comune a cristallizzare un certo assetto societario (specie dalla prospettiva dei soci investitori che hanno tutto l’interesse a che il socio “imprenditore” continui a guidare la società, ma anche, viceversa, per quest’ultimo qualora egli abbia l’esigenza di attirare investitori che dimostrino un certo *commitment* al progetto, assicurando la loro permanenza nella compagine per un dato lasso temporale) <sup>(20)</sup>.

Ma è ancor più sul piano sistematico che la norma rivela ai fini della nostra indagine un interesse notevolissimo. Il legislatore, infatti, con l’introduzione del *lock-up* statutario temporaneo delle azioni, offre implicitamente un argomento assai forte per poter sostenere la legittimità, nello stesso arco temporale, di alcune tipologie di clausole di restrizione *soggettiva* della circolazione delle azioni che, prima della riforma, avrebbero dovuto considerarsi invalide. Ci si riferisce, in particolare, tra le clausole che puntualizzino predeterminati requisiti soggettivi che qualsiasi socio attuale o futuro che si renda acquirente delle azioni della società debba integrare, come condizione per l’iscrizione nel libro dei soci – c.d. clausole di gradimento *non mero* o di gradimento *rigido* <sup>(21)</sup> –, ampiamente conosciute nella pratica sin da tempi risalenti,

---

anche le considerazioni di A. TOFFOLETTO, *Diritto di recesso e autonomia statutaria nelle società di capitali*, Milano, 2004, p.27.

<sup>(19)</sup> Si pensi al caso di App. Napoli, 9 giugno 1998, in *Notariato*, 1999, p.33 ss. a cui fa riferimento P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *Sulla temporaneità del divieto di trasferimento delle azioni*, *op. cit.*, p. 58.

<sup>(20)</sup> V. anche le osservazioni di C.F. GIAMPAOLINO, *Stabilizzazione della compagine e clausole di lock-up sociali e parasociali*, *Riv. soc.*, 2008, p. 158; G. SALVATI, *I limiti statuari alla circolazione delle azioni. Il diritto al disinvestimento*, Milano, 2011, p. 14 ss.

<sup>(21)</sup> La nozione di gradimento rigido, utilizzata sia prima della riforma, v. tra gli altri A. ASQUINI, *Sui limiti di validità delle clausole di gradimento al trasferimento delle azioni*, in *Riv. soc.*, 1961, p. 725 ss., che dopo la riforma, v. tra gli altri A. Tucci, *Limiti alla circolazione delle azioni*, in *Liber amicorum Campobasso*, *op. cit.*, p. 617 ss., p. 629., è stata contestato da L. STANGHELLINI, *sub 2355-bis*, in *Azioni*, a cura di Notari, *op. cit.*, p. 566,

a quelle che possano cagionare in astratto un'eccessiva restrizione delle concrete *chances* dei soci di trovare un soggetto acquirente delle loro azioni che integri la condizione soggettiva prevista in statuto, acuendosi così il rischio, per essi, di rimanere "prigionieri" nella società.

Potrebbe prospettarsi, nella direzione di voler sanare l'invalidità della clausola, come si è tentato più in generale per giustificare l'ammissibilità di divieti di alienazione *ultraquinquennali*, il correttivo del recesso per il singolo socio prigioniero del titolo, o l'obbligo di acquisto in capo agli altri soci (o solo ad "*alcuni*" di questi) – come previsto nella disciplina del diniego del placet nelle clausole di mero gradimento –, in via analogica o, comunque, in via preventiva, con un'esplicita clausola statutaria<sup>(22)</sup>. Bisogna comunque subito prendere atto che, seguendo questa interpretazione, si garantirebbe sì la libertà di uscita del singolo socio, ma al prezzo di sacrificare l'effettiva proporzione o composizione della

---

nt. 11, il quale preferisce l'utilizzo della formula di «*clausola che prevede requisiti soggettivi in capo ai soci*», precisando altresì che, qualora i requisiti soggettivi siano formulati in termini tali da far permanere un margine di discrezionalità (riportando il classico esempio, del socio non pericoloso per l'interesse sociale), «si ricadrebbe nell'ipotesi della clausola di gradimento, ancorché con una limitata discrezionalità del placet». V. nello stesso senso sulla nozione di gradimento non mero il COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Massima, H.I.2 ° pubbl. 9/04, *Definizione di gradimento non mero*, secondo il quale «non costituiscono clausole di mero gradimento quelle previsioni statutarie che predeterminino le qualità soggettive o le specifiche situazioni oggettive alle quali è subordinata la concessione del gradimento». Secondo C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006, p. 96, l'elemento decisivo atto a distinguere la clausola di gradimento non mero è la mancanza del «potere, che richiederà un accertamento e non la concessione di un placet, sicché «non si pone un problema di equilibrio nei rapporti endosocietari, ma si tratta soltanto del modo in cui è stato contrattualmente prefigurato l'assetto d'interessi sociale». V. anche G. SALVATI, *I limiti statutarî alla circolazione delle azioni*, *op. cit.*, p. 113 ss.

(22) V. Massima n.13/2010, del CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE PISTOIA E PRATO, in *RDS*, 2011, secondo la quale «una clausola che limiti significativamente, o addirittura vieti, l'alienazione delle azioni e la cui efficacia temporale non sia limitata o superi i cinque anni, è efficace solo qualora assicuri al socio la possibilità di realizzare per le sue azioni almeno il valore che deriva dall'applicazione dei criteri di cui all'art. 2437-ter o, quando essa precluda un progettato trasferimento a terzi, quando assicuri al socio la possibilità di realizzare lo stesso prezzo eventualmente offerto dal terzo, anche se in ipotesi inferiore al valore di cui all'art. 2437-ter»; e v., argomentando in base al confronto con la disciplina del mero gradimento, in cui la negazione ripetuta del placet, in astratto idonea a determinare l'intrasferibilità "assoluta" della partecipazione, è temperata dai correttivi legali, con ciò allora suggerendo, secondo il pensiero dell'autore, l'equivalenza e quindi la legittimità di una clausola statutaria che direttamente stabilisse l'intrasferibilità assoluta delle azioni se a sua volta prevedesse parimenti i correttivi di "uscita" del socio, L. STANGHELLINI, *sub 2355-bis*, in *Azioni*, a cura di Notari, *op. cit.*, p. 574 s.; v. anche N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, *op. cit.*, p.377.; G. SALVATI, *I limiti statutarî alla circolazione delle azioni. Il diritto al disinvestimento*, 2011, Milano, p. 84 ss.

In termini più cauti P. DAL SOGLIO, *sub 2355-bis*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, Padova, 2005, p. 340; in senso contrario v. A. TUCCI, *Limiti alla circolazione delle azioni*, in *Liber amicorum G.F. Campobasso*, *op. cit.*, p. 627; nt. 32.; A. DENTAMARO, *sub 2355-bis*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, Bologna, 2004) I, p. 384; P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *Sulla temporaneità del divieto di trasferimento delle azioni*, *op. cit.*, p. 578 ss.

compagine sociale, ovvero della fuoriuscita di risorse patrimoniali per liquidare il socio receduto. Ora, se per cinque anni è possibile vietare del tutto l'uscita dalla società, sembra a maggior ragione tollerabile ammettere la validità, entro lo stesso arco temporale, di restrizioni soggettive anche solo potenzialmente idonee in astratto a complicare, persino irrimediabilmente, le *chances* di *exit* dei soci dalla società nel lustro successivo all'introduzione della clausola, senza doversi accordare il diritto di recesso o l'opzione di vendita in favore del socio "prigioniero" (23). Ad esempio, in questa direzione, potrebbe reputarsi ora valida, diversamente da quanto sostenuto da un'importante pronuncia di legittimità pre-riforma del 2003 (24), la clausola statutaria che consentisse l'alienazione delle azioni soltanto ai soci (e a coloro legati ad essi da particolari vincoli) e non ai terzi.

Oltre il decorso del termine quinquennale, residuerebbe, invece, la necessità di applicare un regime che consenta il disinvestimento del socio in tutte le clausole che determinino un'eccessiva compressione delle *chances* del socio di liquidare il suo investimento.

In quest'ultima direzione, anzitutto, non sembra invero persuasiva, e pertanto non percorribile neppure in via statutaria, la tesi di chi (25) propone l'applicazione analogica dell'art. 2469, comma secondo cod.civ.: anzitutto, poiché non sembra sussistere una lacuna, né quindi quell'*eadem ratio* a fondamento del ragionamento analogico (invero le diverse discipline degli artt. 2355-bis e 2469, comma secondo cod.civ. riflettono diversi connotati *tipologici*), inoltre poiché verrebbe accordato a tutti i soci un diritto di recesso sostanzialmente *ad nutum*, che sembra invero inammissibile nel contesto sistematico di una s.p.a. a tempo determinato (26).

---

(23) Prospettano questa soluzione, L. STANGHELLINI, *sub 2355-bis*, in *Azioni*, op. cit., p. 606, nt. 116 e N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, op. cit., p.377 s.

(24) Ci si riferisce naturalmente alla nota Cass., 10 dicembre 1996, n. 10970, in *Giur. comm.*, 1998, II, p. 31, la quale ha sostenuto l'invalidità delle clausole di gradimento "non mero" che prevedano requisiti così restrittivi da «compromettere la possibilità, per il singolo socio, di cedere le proprie azioni».

(25) La tesi è proposta da G. GUIZZI, *La riforma del diritto delle società di capitali: la nuova disciplina dei limiti alla circolazione delle azioni*, in *Nuovo diritto societario*, a cura di De Tilla-Alpa-Patti, Roma, 2003, p. 118 ss.

(26) Sulla possibilità di configurare un recesso "ad nutum" in una s.p.a. a tempo determinato la giurisprudenza, dopo alcune oscillazioni, ha raggiunto certezze, in senso negativo, e qualunque sia il termine di durata. In questo senso v. di recente Cass. Civ. n. 4716/2020 Cass. 21 febbraio 2020, n. 4716, in *Giur. comm.*, 2021, II, con nota di C. VASTA, *Cent'anni di solitudine (senza recesso ad nutum)*, p. 304 ss. che ha motivato la decisione in coerenza con la necessità di accordare il «giusto rilievo alla scelta del legislatore di una diversa disciplina delle ipotesi di recesso ad nutum nelle società di persone, nelle quali, prevalendo l'intuitus personae, esso è previsto per le ipotesi di durata della società sia indeterminata sia pari alla vita di un socio (art. 2285 c.c.) e nelle società di capitali, nelle quali invece il recesso ad nutum è contemplato solo per i casi di società con durata indeterminata, nulla disponendosi per il caso di durata superiore alla vita umana ovvero proiettata in un orizzonte temporale molto lontano. L'estensione alle società per azioni della disciplina del recesso dei soci, sotto il profilo qui in discussione,

---

prevista per le società di persone, trova ostacolo in esigenze di certezza e di tutela, in particolare, dell'interesse dei terzi creditori». In senso analogo anche Trib. Milano, 19 giugno 2019, n. 5972, in [www.giurisprudenzadelleimprese.it](http://www.giurisprudenzadelleimprese.it). Sul fatto che anche la durata eccedente la vita dei soci non legittimi la previsione statutaria del recesso ad nutum v. in particolare, Cass. 22 aprile 2013, n. 9962, in *Giur. comm.*, 2014, II, con nota di F. CIUSA, *Il recesso ad nutum in s.r.l. con durata determinata al 2100*, p. 802 ss. Nella giurisprudenza di merito nello stesso senso si v. anche Trib. Varese, 26 novembre 2004, in *Giur. comm.*, 2005, II, 476 ss.; Trib. Torino, 5 maggio 2017, [www.ilsocietario.it](http://www.ilsocietario.it); Trib. Roma, 22 settembre 2015, [www.giurisprudenzadelleimprese.it](http://www.giurisprudenzadelleimprese.it); Trib. Bologna 14 novembre 2013, in *RDS.*, 2016, I, p.127 ss.; App. Bologna, 28 settembre 2017, n. 2204, in *Dejure.it.*; App. Cagliari, 23 giugno 2020, n. 390 in, *RDS.*, 2021, III, con nota di C. VASTA, *Il recesso ad nutum nelle società a tempo determinato*, p. 499 ss. In dottrina vedi anche spec. sul punto, P. BUTTURINI, *Società di capitali con termine (particolarmente) lungo e diritto di recesso ad nutum*, in *Contratto e impr.*, 2016, p.909 ss.; A. CAPRARA, *Recesso ad nutum e società a tempo solo formalmente determinato nella giurisprudenza della cassazione*, in *Contratto e impr.*, 2016, 779; M. CERA, *Note minime, e critiche, sul recesso ad nutum del socio di s.p.a. a tempo indeterminato*, in *Giur. comm.*, 2015, I, p. 632 ss.

Più in generale a favore della tesi negativa, si allegano i seguenti argomenti: a) l'integrità del patrimonio della società e la tutela dei suoi creditori, v. in particolare P. PISCITELLO, *Riflessioni sulla nuova disciplina del recesso nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 522 s.; M. STELLA RICHTER jr., *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, p. 395 e 404 s.; A. BARTOLACELLI, *Profili del recesso ad nutum nella società per azioni*, *Contr. e impr.*, 2004, p. 1162 ss.; F. CHIAPPETTA, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi*, in *Riv. soc.*, 2005, 503 s.; A. DACCÒ, *Il recesso nelle s.p.a.*, in *Le nuove s.p.a.*, a cura di Cagnasso e Panzani, Bologna, 2010, I, p. 1420; b) il carattere *tipologico* della *spersonalizzazione* della partecipazione azionaria che impone di accordare il diritto di recesso solo a fronte di mutamenti che incidano oggettivamente sulle azioni sottoscritte e non per circostanze che riguardino la sfera personale del socio, v. C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, 2009, p. 188 ss., il quale altresì esclude l'ammissibilità di un recesso convenzionale legato ad un «mero fatto», spec. 199 ss., e cfr. anche M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, *op. cit.*, Milano, 2010, p. 147 ss.; ritiene ammissibile il recesso convenzionale se viene attivato da un evento, interno od esterno alla società, che sia estraneo alla sfera volitiva dei soci, M. BIONE, *Informazione ed exit: brevi note in tema di recesso nella s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, III, *op. cit.*, p. 207; c) sul piano teleologico, l'assetto di interessi derivante dal recesso ad nutum è giudicato incompatibile con la s.p.a.; da V. CALANDRA BONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 291 ss. spec. p. 303 ss.; S. CAPPIELLO, *Recesso ad nutum e recesso per giusta causa nelle s.p.a. e nella s.r.l.*, *Riv. dir. comm.*, 2004, I, p. 497, 502 ss. e A. TOFFOLETTO, *L'autonomia privata e i suoi limiti nel recesso convenzionale del socio di società di capitali*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 347, p. 372 ss., che addivene alla tesi negativa argomentando soprattutto dalla funzione del recesso come strumento di bilanciamento tra maggioranza e minoranza; d) il tenore letterale della norma, quando fa riferimento alla facoltà di prevedere ulteriori «cause» di recesso (art. 2437, 4° comma, c.c.), sembra suggerire una specificazione delle stesse, a differenza dell'art. 2473 cod.civ., ai sensi del quale l'atto costitutivo determina «quando il socio può uscire dalla società». Sottolineano il punto v. DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, III, *op. cit.*, 217, p. 231 ss.; G. MARASÀ, sub 2437, in *Commentario romano*, II, *op.cit.*, p. 791; V. CALANDRA BONAURA, *op. loc. ult. cit.*; M. STELLA RICHTER jr., *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, *op. loc. ult. cit.*, p. 395; S. CAPPIELLO, *op. loc. ult. cit.*, p. 501 s.

A favore del recesso *ad nutum* si pronunciano M. MALTONI, *Il recesso e l'esclusione nella nuova società a responsabilità limitata*, in *Notariato*, 2003, 307, 309 ss.; R. RORDORF, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Soc.* 2003, p. 923; ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, Bologna, 2012, p. 209; M. CALLEGARI, sub 2437, in *La riforma delle società*, a cura di Sandulli e Santoro, *op. cit.*, p. 1389, p. 1406 ss.; S.



D'altro canto, non convince neppure la tesi della libera reiterazione della clausola <sup>(27)</sup>, o comunque del rinnovo o della proroga accompagnate dalla previsione di un diritto di recesso statutario ai sensi dell'art. 2437, 4° comma, cod.civ., in favore dei soci che non hanno contribuito ad approvare la relativa delibera <sup>(28)</sup>, come sembra potersi argomentare, in base al canone interpretativo *ubi lex voluit dixit, ubi noluit tacuit*, dalla ricognizione del combinato disposto degli artt. 2341 *bis* cod. civ. in materia di patti parasociali, che suggerisce una diversa – e giustificata – considerazione del legislatore tra norma statutaria e parasociale in punto di reiterazione temporale delle stesse <sup>(29)</sup>.

Sembra ammissibile, invece, l'attrazione in via statutaria delle clausole in discorso (nel silenzio dello statuto sui "correttivi" crediamo invece che l'inevitabile sorte, allorché sia stabilita la durata ultraquinquennale, sia l'invalidità), una volta decorso il quinquennio successivo alla loro introduzione, nella disciplina del gradimento mero: questo, certamente, almeno quando sia previsto come correttivo in via statutaria l'obbligo di acquisto (che diversamente dal recesso, specie se *ad nutum*, previene i rischi legati all'integrità patrimoniale della società), a carico, in solido, degli altri soci (tutti, o di una categoria di questi, vedi subito

---

CARMIGNANI, *sub* 2437, in *Il nuovo diritto societario*, II, a cura di Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, p. 882; G. DE NOVA, *Il diritto di recesso del socio di società per azioni come opzione di vendita*, *op. cit.*; M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, *op. cit.*, p. 438; ID, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Milano, 2012, p. 36 ss. e 203 ss.; il quale, in particolare, contesta l'argomento dell'esigenza di tutela dei creditori per escludere la legittimità della clausola di recesso *ad nutum*, poiché i rischi per l'integrità patrimoniale sarebbero a monte già prevenuti con il procedimento previsto dall'art. 2437-quater c.c. e con la possibilità di opposizione dei creditori alla riduzione del capitale sociale; G. SALVATI, *I limiti statutari alla circolazione delle azioni*, *op. cit.*, p. 86 ss., la quale giudica ammissibile il recesso *ad nutum* proprio nel contesto di un'argomentazione favorevole alla fattispecie del divieto di alienazione indeterminato delle azioni temperato da un recesso convenzionale *ad nutum*; in senso favorevole si è espresso anche il CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima 74, *Cause convenzionali di recesso*, del 22 novembre 2005, consultabile in [consiglionotarilemilano.it](http://consiglionotarilemilano.it), nella cui motivazione si legge che «[...] se infatti è sufficiente non stabilire un termine di durata della società perché la legge vi ricollegli la possibilità di recedere liberamente con preavviso di 180 giorni (non eliminabile né riducibile, ma soltanto elevabile in via statutaria sino ad un anno), ne deriva che nulla si oppone al recesso libero introdotto dai soci pur in presenza di un termine di durata».

<sup>(27)</sup> Sostenuta da V. MELI, *sub* 2355-bis, in *Società di capitali. Commentario*, *op. cit.*, p. 336 ss., spec. p. 345.

<sup>(28)</sup> V. in questa direzione A. TUCCI, *Limiti alla circolazione delle azioni*, *op. cit.*, 628 e cfr. altresì cfr. altresì gli Orientamenti del COMITATO TRIVENETO DEI NOTAI in materia di atti societari, Massima H.I.22, *Rinnovo del divieto statutario di trasferimento delle azioni*, 9/06, consultabile al sito [notaitriveneto.it](http://notaitriveneto.it).

<sup>(29)</sup> V. in questa direzione, P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *Sull'intrasferibilità temporanea*, *op. cit.*, p. 584 ss.; ritengono inderogabile il termine massimo dei cinque anni di cui all'art. 2355-bis cod. civ. e, pertanto, inammissibile il rinnovo o la proroga dello stesso anche C. F. GIAMPAOLINO, *Stabilizzazione della compagine*, *op. cit.*, p. 169 ss.; v. anche G. V. CALIFANO, *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2010, p. 29, nt. 54.

*infra*), o anche di un terzo acquirente da loro gradito <sup>(30)</sup>, ovvero della società. Con riguardo a queste ipotesi potrebbero sorgere delle perplessità poiché si potrebbero paventare dubbi di compatibilità con il principio *transtipico* del divieto del patto leonino di cui all'art. 2265 cod. civ., in ipotesi violato dall'opzione statutaria *put* accordata al socio “prigioniero”. Il dubbio è invero dissipabile allorché sia previsto come corrispettivo da riconoscere a quest'ultimo un ammontare che sia comunque pari al prezzo offerto dal terzo acquirente, o che garantisca un'*equa valorizzazione* secondo i criteri di cui all'art. 2437-ter cod.civ., ovvero, se inferiore – qualora si ritenga che in via statutaria sia possibile predeterminare talune ipotesi in cui si possa discostare in diminuzione da tale valore – purché sia comunque sensibile all'andamento dell'impresa, di guisa che non venga mai del tutto sterilizzato il rischio imprenditoriale in spregio del carattere *associativo* che entro una certa misura deve inderogabilmente connotare l'organizzazione di un'attività di impresa condotta nelle vesti di società per azioni <sup>(31)</sup>.

---

<sup>(30)</sup> A favore del correttivo del terzo acquirente gradito nelle clausole di gradimento mero v. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n.32 del 19 Novembre 2004, *Condizioni di efficacia delle clausole di mero gradimento nella s.p.a.*; COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE H.I.6 *Legittimità delle clausole di mero gradimento* - 1° pubbl. 9/04, secondo il quale la clausola di mero gradimento è efficace non solo quando la norma statutaria preveda i correttivi di cui all'art. 2355 bis, comma 2, c.c., ma anche quando la clausola stessa preveda altri correttivi che comunque consentano all'alienante di realizzare il valore economico che potrebbe ottenere a sensi dell'art. 2437 ter c.c. (come, ad esempio, presentare un terzo disposto ad acquistare allo stesso prezzo richiesto dal socio alienante). Cfr. in dottrina anche V. MELI, *sub* 2355-bis in *Società di capitali, op. cit.*, I, p. 336 ss., p.343 e N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari partecipativi, op. cit.*, p.380; A. TUCCI, *I limiti statuari, op. cit.*, p. 635 s.; in giurisprudenza v. Cass. 20 luglio 1995, n. 7890, in *F.it.*, 1996, p. 1351 s.; in senso contrario v. M. MALTONI, *La clausola di gradimento all'italiana*, in *Riv. not.*, 2004, p. 1376 ss., p. 1392 ss. e in giurisprudenza Trib. Roma, 26 luglio 2005, in *Riv. not.*, 2006, II, p. 762 ss.

<sup>(31)</sup> Il dibattito giurisprudenziale si è soffermato soprattutto sulla compatibilità dell'opzione *put* con il divieto di patto leonino in sede parasociale. Nella giurisprudenza di legittimità si rintracciano una serie di aperture, v. già Cass., 14 giugno 1939, n. 2029, in *Foto it.*, p. 94 ss., e Cass., 30 maggio 1941, n. 1618, in *Riv. dir. comm.* 1942, II, p. 305 ss.; Cass., 29 ottobre 1994, n. 8927, in *Riv. not.*, 1995, p. 244 ss. con nota critica di U. LA PORTA, *Patti parasociali e patto leonino*, aveva in particolare sostenuto la necessità di un esame casistico dell'assetto di interessi perseguito con gli accordi che in qualche misura predeterminano il prezzo di vendita, non ritenendoli però di per sé in ogni caso in contraddizione con il divieto di patto leonino. Ancora più significativa è l'apertura della recente sentenza Cass. n. 17498 del 4 luglio 2018, tra le altre in *Ban. Bor. Tit. cred.* 2019, p. 70 ss. con nota adesiva, pur con differenti motivazioni, di N. DE LUCA, *Il socio “leone”. Il revirement della Cassazione su opzioni put a prezzo definito e divieto del patto leonino*. (confermata da Cass. ord. n. 27227 del 7 ottobre 2021), ove sono state considerate legittime opzioni *put* cd. “a consuntivo”, vale a dire con prezzo fisso, a cui aggiungersi gli esborsi medio tempore eventualmente eseguiti dal socio di minoranza in favore della società, in base ad argomenti sistemati legati all' ampliamento dei canali di finanziamento dell'impresa derivante dalla riforma del 2003, e teleologici, poiché nel caso concreto l'assetto degli interessi tra finanziato e finanziatore, escludeva quel carattere di assolutezza e costanza nell'esclusione dalle perdite che rende la pattuizione non meritevole di tutela ai sensi di legge. Nella giurisprudenza di merito vedi in senso contrario le pronunce del Trib. Milano, 31 dicembre 2011, tra

---

gli altri in Giur. comm., 2012, II, 739, con nota di F. DELFINI, *Opzioni put con prezzo predeterminato "a consuntivo", arbitraggio della parte e nullità*; e C. App. Milano, 19 febbraio 2016, in *Soc.*, 2016, p. 691 con nota di M. PERRINO; Tribunale di Milano 23 luglio 2020, n. 4628 in *il societario.it.* e Trib. Verona, 26 maggio 2014, in *Ban. Bor. Tit. cred.*, 2015, II, 733, in senso favorevole anche Trib. Firenze, 16 luglio 2015, in *Foro it.*, 2016, I, p. 721 ss.

In dottrina, in senso pienamente favorevole all'opzione put in sede parasociale cfr. soprattutto E. BARCELLONA, *Clausole di put & call a prezzo predefinito. Fra divieto di patto leonino e principio di corrispettività*, Milano, 2004, p. 48 ss. e 76 s.; segnalano, invece, come non si possa automaticamente desumere dalla sede parasociale la non violazione del divieto del patto leonino, N. DE LUCA, *ult. op. cit.*, p. 100 s., il quale ritiene che al socio "finanziatore" non possa essere accordata l'opzione put qualora costui non controlli la società, pena altrimenti un cortocircuito pericoloso sul piano dell'assetto degli interessi in gioco; G. MINERVINI, *Partecipazioni a scopo di finanziamento e patto leonino*, in *Contratto e impr.*, 1988, p. 771 (vedi anche il Lodo Arb., 7 aprile 2000, Minervini Presidente, in *Contratto e impr.*, 2000, p. 959 ss.). R. SANTAGATA, *Patti di retrocessione di azioni a prezzo garantito e divieto del patto leonino*, in *Riv. dir. privato*, 1997, p. 54 ss., 71 ss. e C. ANGELICI, *Fra "mercato" e "società": a proposito di venture capital e drag-along*, in *Dir. banc. e merc. fin.*, 2011, I, 23 ss., spec. 48., ritengono che le opzioni put a prezzo fisso non necessariamente sono vietate se riconducibili ad un tipo contrattuale (come, ad es., la vendita a termine e il riporto), o in contratti di finanziamento dell'impresa, purché ne sia accertata la meritevolezza in concreto.

Circa l'ammissibilità di convenzioni statutarie che permettano l'attribuzione di un'opzione put ad un socio, assunto che se condiviso a maggior ragione legittimerebbe la soluzione interpretativa proposta nel testo per la fattispecie dell'obbligo di acquisto come correttivo delle clausole di restrizione soggettiva della circolazione che pregiudichino eccessivamente le chances di investimento, il panorama dottrinale sembra ammetterne in generale la legittimità, facendo riferimento alle c.d. azioni redimibili, di derivazione americana, da ritenere distinte dalla fattispecie delle azioni riscattabili di cui all'art. 2437 *sexies* cod. civ., cfr. in generale, SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008, p. 147 ss., spec. p. 160; M. VITALI, *Le azioni riscattabili*, Milano, 2013, p. 99 ss.; A. ZANONI, *Venture capital e diritto azionario*, Padova, 2010, p. 102 s.; R. SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni «redimibili» (una rilettura del divieto del patto leonino nella spa riformata)*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, I, p.537 ss., p. 571 ss., anche attraverso il confronto con l'introduzione nello statuto di clausole di gradimento mero, la fusione semplificata per possesso oltre il 90% e la scissione non proporzionale, che confermerebbero l'assunto; *Contra*, C. PATRIARCA, *C'è un futuro per le azioni con prestazioni accessorie?*, in questa *Ban. Bor. Tit. cred.*, 2004, I, p. 337 ss.

Più incertezze si registrano sui criteri per determinare l'ammontare dell'obbligo di acquisto: nel senso del testo v. la Massima 67/2018 del CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE PISTOIA E PRATO, "*Azioni riscattande, prezzo di vendita e patto leonino*", secondo cui, nell'ipotesi di categorie di azioni incorporanti un'opzione put, «la libertà nella determinazione del prezzo del disinvestimento non può spingersi fino a sterilizzare il rischio di impresa, in virtù del divieto del patto leonino di cui all'art. 2265 cod.civ.[..] se invece onerati sono gli altri soci, il divieto di cui sopra è sicuramente rispettato quando il prezzo risulta individuato sulla base di criteri connessi all'effettivo valore della società». In questa direzione v. anche N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari, op. cit.*, p. 324 s., il quale ritiene che, nel caso obbligati all'acquisto siano i soci e non la società, la clausola è ammissibile solo allorché le azioni siano o prive del voto (riprendendo la tesi esposta già in ID., *Il divieto del patto leonino, op. cit.*, p. 127 ss.), ovvero siano previsti dei meccanismi che consentano di rimodulare il prezzo di acquisto in funzione dell'effettivo andamento della società. Ritengono, invece, che sia legittima l'opzione put statutaria a prezzo fisso purché obbligata all'acquisto sia la società, poiché in tal caso il socio, potendosi soddisfare solo sul patrimonio disponibile, non verrebbe mai del tutto escluso dalla partecipazione alle perdite, P. SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali, op. cit.*, 174 ss., e, parrebbe anche, M. VITALI, *Le azioni riscattabili, op. cit.*, p.108, *contra*, R. SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni*

Più incerta è, invece, la questione nel caso in cui si prospetti come correttivo il diritto *convenzionale* di recesso al socio che in ipotesi rimanga “prigioniero” – in quanto impossibilitato ad alienare ad un soggetto che integri i requisiti soggettivi previsti dallo statuto – poiché si potrebbe adombrare, in senso negativo, anche da questo versante, il rischio di liberalizzare un recesso sostanzialmente *ad nutum*, o comunque *arbitrario*, nella s.p.a. a tempo determinato. Ora, bisogna comunque ben delimitare la fattispecie del recesso *ad nutum* da quella del recesso da diniego del placet nel mero gradimento e del recesso a “compenso” di una particolare restrizione soggettiva della trasferibilità delle azioni, per il fatto che nella seconda e terza ipotesi il diritto di exit spetta al *singolo* socio prigioniero e non a *tutti* come nella prima <sup>(32)</sup>.

A ben vedere, tuttavia, nell’ambito del recesso *convenzionale* di cui all’art. 2437, comma quarto cod. civ., se il recesso *ad nutum* sembra rappresentare il polo più estremo probabilmente indisponibile all’autonomia statutaria, diverso ci sembra il caso del recesso *convenzionale* attivabile a seconda di una predeterminata condizione personale del socio <sup>(33)</sup>, purché di portata

---

«redimibili» (una rilettura del divieto del patto leonino nella spa riformata), *op. cit.*, p 542, secondo il quale anche nel caso dell’obbligo di acquisto a favore delle società l’assetto di interessi non sarebbe equilibrato poiché il socio titolare dell’opzione di vendita sarebbe incentivato ad assumere la massima cautela possibile nell’esercizio del voto, finanche in modo controproducente per la società; inoltre, più in generale, il divieto del patto leonino dovrebbe precludere l’ammissibilità di clausole che alterino il profilo causale della partecipazione, da investimento di rischio ad apporto di mero credito, cfr. altresì ID., *Il divieto del patto leonino*, in *Trattato sulle società di persone*, diretto da Busi-Preite, Torino, 2015, 386 ss., p. 401. Su posizioni più aperte, in favore delle azioni redimibili a prezzo fisso, v. L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nella s.p.a.*, Milano, 1995, p. 242 s.; ID. *Azioni riscattabili*, in *Società e fallimento*, a cura di Abriani e Castagnola, II, Milano, 2008, p. 400 ss.

<sup>(32)</sup> L’osservazione è utilizzata da P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *loc. op. ult. cit.* per contestare l’ammissibilità di regolamentazioni statutarie che possano consentire regimi di intrasmissibilità delle azioni ultraquinquennali temperati da un diritto di recesso sostanzialmente *ad nutum*, in ipotesi giustificati in base all’assunto dell’equivalenza tra essi e la negazione ripetuta del placet accompagnata dal diritto di recesso legale (argomento riconducibile in particolare a L. STANGHELLINI, vedi nota). L’autore ritiene preferibile, con ciò avvicinandosi alle risultanze della più moderna dottrina francese (vedi supra nt.) dare priorità all’interesse sociale, alla cui luce leggere l’ammissibilità di una successiva reintroduzione (con conseguente diritto di recesso) della clausola di intrasferibilità assoluta *temporanea* della partecipazione. Per considerazioni sul problema della successiva reintroduzione di una clausola di intrasferibilità delle azioni cfr. anche, G. SALVATI, *I limiti statutarie alla circolazione*, *op. cit.*, p. 100 ss., la quale ritiene che debba valere un criterio di «“convenienza” dell’estensione temporale dell’intervallo tra l’introduzione di una clausola [di intrasferibilità] e l’altra [che non] potrà che essere un concetto elastico da riempirsi di significato caso per caso ad opera dell’interprete, tenendo conto di molteplici fattori tra i quali il mercato in concreto esistente per i titoli considerati e gli interessi degli specifici soggetti coinvolti ».

<sup>(33)</sup> In questa direzione è significativa l’apertura di chi, P. PISCITELLO, *sub 2437*, in *Le società per azioni*, a cura di Abbadessa e Portale, II, *cit.*, p.2508, pur negando l’ammissibilità del diritto di recesso *convenzionale ad nutum*

generale (ovvero qualora in astratto possa riguardare ogni socio) e non discriminatoria. In ipotesi, si potrebbe proprio pensare di attribuire quale “correttivo” il diritto di recesso al socio che integri determinati requisiti soggettivi e si trovi impossibilitato ad alienare la partecipazione per la difficoltà di trovare un compratore che integri i suddetti requisiti, ed eventualmente all’ulteriore condizione che siano decorsi cinque anni dall’introduzione della clausola e che il socio abbia una certa anzianità partecipativa (sicché venga attenuato il rischio di disordinati smobilizzi che possano mettere a repentaglio l’integrità patrimoniale della società).

Più in generale, in realtà, se la descritta disciplina statutaria dei correttivi garantisce il diritto al disinvestimento del socio, rimane, invece, comunque residualmente aperto, il complesso problema di individuare esattamente in astratto il punto di equilibrio tra possibile interesse “sociale” alla restrizione *soggettiva* della circolazione mediante particolari condizioni di circolazione delle azioni legate a requisiti soggettivi dei soci e piena coerenza tipologica con la fattispecie azionaria <sup>(34)</sup>. In effetti, ci pare qui in gioco il tasso di alterazione della fungibilità soggettiva delle azioni, connesso come più volte osservato alle dinamiche di propulsione del mercato a cui è intimamente connessa la fisionomia tipologica dell’azione, che naturalmente risente della restrizione soggettiva del mercato della partecipazione. Su questo piano, dunque, aldilà del quinquennio successivo all’introduzione della clausola - come rimarcato pocanzi finestra temporale ove sembra esservi spazio per clausole di restrizione soggettiva, anche in grado di compromettere significativamente la libera alienabilità delle azioni, purché ovviamente a carattere non discriminatorio o palesemente contraria all’interesse sociale -, potrebbe porsi un problema di coerenza con la fattispecie azionaria per quelle clausole che introducano requisiti soggettivi incompatibili con la naturale propensione dell’azione alla

---

e la «specifica previsione statutaria che colleghi il diritto di *exit* a circostanze che incidano sulla sfera personale di un singolo socio» (*adde* sul punto C. FRIGENI, *loc. op. ult. cit.*), ritiene invece che «[è] probabilmente possibile modulare il diritto di recesso del socio a seconda della posizione dei soci all’interno della società (periodo intercorso dall’acquisto dei titoli, percentuale di azioni possedute, *etc.*)». Si concorda senz’altro su quest’ultimo assunto, e, del resto, come abbiamo in precedenza analizzato, gli esempi riferiti dell’autore rappresentano le “condizioni soggettive” tipiche che il legislatore ha selezionato nell’ambito del diritto di voto.

<sup>(34)</sup> In questa direzione prima della riforma (e quindi a prescindere dal termine quinquennale successivo all’introduzione) v. V. MELI, *La clausola di prelazione*, *op. cit.*, p. 227 nt. 49, il quale osservava a proposito dell’art. 22 della l. 281/85, ma con considerazioni che appaiono ancora attuali in riferimento all’attuale cornice di disciplina, che «[la legge] non è intervenuta ad indicare *il grado di intensità* che può avere il limite alla circolazione delle azioni, lasciando tale valutazione all’opera degli interpreti (...). In breve, se ad esempio, una clausola afferma che le azioni di una s.p.a. sono alienabili solo a cittadini giapponesi, essa sarà perfettamente in regola con l’art. 22 della legge 281/85, ma spetterà al giudice valutare se, considerate tutte le circostanze (qualità dei soci fondatori, oggetto sociale, sede *etc.*), tale clausola abbia una logica o sia solo un espediente per rendere le azioni praticamente inalienabili.»

circolazione spersonalizzata, che può essere sì ampiamente ristretta e delimitata, ma non totalmente sterilizzata a tempo indeterminato, anche quando in ipotesi sia accordato al socio prigioniero un correttivo che ne garantisca il disinvestimento.

Una verifica, in questa direzione, sembra dunque necessaria, almeno in astratto, in alcune delle clausole di restrizione soggettiva della circolazione più conosciute nella pratica.

Ora, per alcune di queste, il possibile rilievo sociale sembra giustificato dal fatto che qualsiasi socio attuale e futuro possa integrarle, in modo che non sia eccessivamente incrinata la libera circolabilità dell'azione a cui comunque tende il tipo s.p.a: *in primis* senz'altro clausole che prevedano circostanze relative a una posizione del socio oggettivamente rilevabile in seno all'organizzazione, si pensi ad esempio al numero delle azioni possedute (o meglio la percentuale di capitale detenuta), sia nel senso di escludere l'iscrizione nel libro dei soci degli acquisti effettuati da soggetti che detengano una determinata soglia di partecipazione<sup>(35)</sup>, sia all'inverso di quelli effettuati da soggetti che non abbiano un tetto minimo di partecipazione<sup>(36)</sup>; ovvero che un particolare limite si applichi solo per i soci che non abbiano una

---

<sup>(35)</sup> Invero, che le clausole che pongano limiti *massimi* al possesso azionario siano tecnicamente riconducibili alle clausole di restrizione soggettiva della circolazione, quali *particolari condizioni* di cui all'art. 2355-*bis* cod. civ., con le relative conseguenze in punto di disciplina (ovvero diritto di recesso al momento di introduzione o eliminazione del vincolo, salva diversa scelta statutaria, ai sensi dell'art. 2437, secondo comma, *lett. b* cod. civ.) è un assunto che, sul piano della qualificazione, sembra invero non revocabile in dubbio. Invero, sul piano funzionalistico, è chiaro che porre un tetto massimo incide sulla libera negoziabilità delle azioni poiché restringe la potenziale cerchia degli acquirenti (v. in questo senso G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, *op. cit.*, p. 56); inoltre come vedremo, la circostanza che esso si applichi anche ai soci e non solo ai terzi (vedi *infra* §4) non è certo incompatibile con la natura di limite alla circolazione. Cfr. in senso favorevole anche L. D'ANGELO, *Sulle clausole limitative al possesso azionario*, in *Riv. dir. civ.* 1996, II, 579 ss., il quale le assimila al gradimento non mero; L. STANGHELLINI, *I limiti statuari*, *op. cit.*, p. 51 ss.; M. NOTARI, in AA. VV., *Diritto delle società. Manuale breve*<sup>3</sup>, Milano, 2006, p. 152; P. GHIONNI VISCONTI CRIVELLI, *sub art. 2355-bis in Le società per azioni*, a cura di Abbadessa e Portale, *op. cit.*, I, p. 676, che le accosta all'intrasferibilità soggettivamente relativa; in v. giurisprudenza la nota pronuncia del Trib. Milano, 8 febbraio 1992 in *Soc.* 1992, p. 1087 ss. Hanno invece escluso la qualifica in termini di limiti alla circolazione, argomentando dall'ammissibilità anche le per s.p.a. quotate di limiti al possesso azionario (su cui vedi la comunicazione di Consob del 3 ottobre 1991, in *Riv. soc.*, 1992, p. 286 ss.), G. FERRARINI, *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di Colombo e Portale, 1993, \*\*, *op. cit.*, p. 209 nt. 11; L. CALVOSA, *La partecipazione eccedente*, *op. cit.*, p. 54 ss.; A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse. Le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da Perlingieri, t. V., 2005, p. 142 ss. In giurisprudenza vedi anche, pur nelle differenti posizioni, App. Bologna, 18 luglio 1985 e Trib. Bologna, 10 giugno 1985, in *Giur. comm.* Prima della riforma, si erano espressi in modo contrario circa la rilevanza sociale dei limiti al possesso azionario C. ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, *op. cit.*, p. 208 s.; PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, *op. cit.*, I, p. 463 ss.; B. VISENTINI, *Ancora sui limiti della disciplina privatistica della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1994, p. 729 ss., 730.

<sup>(36)</sup> Vedi in questo senso CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n.202 del 5 Luglio 2022, *Clausole statutarie di "tetto minimo" di azioni o quote*.

predeterminata anzianità partecipativa (il che consentirebbe di realizzare ordinati smobilizzi degli investimenti, specie in s.p.a. che fungano da collettori di investimenti tra azionisti con diversi orizzonti temporali di investimento ; ancora, la stessa conclusione sembra naturale per quelle clausole che prevedano quale requisito una qualifica personale del socio necessaria per il legittimo svolgimento di una determinata attività di impresa della società, ove, dunque, l'interesse sociale sia in sé evidente, quali ad esempio l'iscrizione in albi professionali <sup>(37)</sup> – e qui si rientra nell'ampia materia di non agevole disciplina delle società per l'esercizio di professioni intellettuali di cui all'art. 10 l. 183/2011 <sup>(38)</sup> –, ovvero altri classici esempi quali la cittadinanza <sup>(39)</sup>, rilevante specie nelle società partecipate da enti pubblici. Altro esempio sovente richiamato in dottrina è l'età <sup>(40)</sup>, ovvero, in negativo, l'esercizio di attività politica <sup>(41)</sup>.

Ancora, nessun dubbio sembra sussistere per altre condizioni personali che, seppur relative a circostanze soggettive del socio non direttamente legate a vicende del rapporto con le sue azioni, o comunque oggettivamente inerenti ad una particolare posizione del socio in seno all'organizzazione, siano comunque giustificate da un chiaro interesse sociale, quale la mancanza di solvibilità del socio <sup>(42)</sup>, l'esercizio di un'attività di impresa individuale o societaria svolta in prefissati settori economici <sup>(43)</sup>, una particolare forma o qualifica giuridica

---

<sup>(37)</sup> V. in questo senso, *ex multis*, G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, op. cit.*, p. 242; L. STANGHELLINI, *sub art. 2355-bis cod. civ., op. cit.*, p. 604 s.; G. SALVATI, *I limiti statutarî alla circolazione, op. cit.*, p. 114; P. GHIONNI VISCONTI CRIVELLI, *sub art. 2355-bis in Le società per azioni, op. cit.*, p. 676.

<sup>(38)</sup> Sul cui articolato quadro normativo si v. M. CIAN, *L'organizzazione produttiva: elementi costitutivi*, in *Diritto commerciale*, III, a cura di Cian, *op. cit.*, p. 18 ss. Sul problema della modalità di computo della quota riservata ai professionisti nella s.t.p. dei 2/3 (ovvero se essa vada computata solo in base ai voti disponibili o al capitale sottoscritto o financo per teste) v. ID. *La compagine sociale delle s.t.p. nei primi orientamenti della prassi: un puzzle incomponibile*, in *Giur. comm.*, 2019, II, p. 686 ss.

<sup>(39)</sup> G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, op. cit.*, p. 242; G. SALVATI, *I limiti statutarî alla circolazione, op. cit.*, p. 114;

L. STANGHELLINI, *sub art. 2355-bis cod. civ., op. cit.*, p. 604 s.

<sup>(40)</sup> V., tra gli altri, G. SALVATI, *I limiti statutarî alla circolazione, op. cit.*, p. 114.

<sup>(41)</sup> V. E. GINEVRA, in *Diritto commerciale*, a cura di Cian, *op. cit.*, p. 341.

<sup>(42)</sup> Aspetto particolarmente rilevante per le imprese di assicurazione con azioni nominative non interamente liberate, come rimarcato nella dottrina tedesca da W. HEFERMEHL – E. BUNGEROTH, *sub § 68, op. cit.*, Rdn 100; M. LUTTER – T. DRYGALA, *sub § 68 in Kölner Kommentar*<sup>3</sup>, a cura di Zöllner, Noack, 2004, Rdn 71; W. BAYER, *sub § 68, in Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, a cura di Goette, Habersack, 2004, Rdn 60; e già E. ULMER, *Die vinkulierte Namensaktie*, in FS Schmidt-Rimpler, 1957, p.261 ss., spec. 266.

<sup>(43)</sup> V. in questo senso H. MERKT, *Aktiengesetz, Großkommentar*<sup>5</sup>, a cura di Hirte, Mülbart, Roth, 2017, *cit.*, Rdn. 347, p. 198 e altresì W. HEFERMEHL – E. BUNGEROTH, *sub § 68, op. cit.*, Rdn 100. Qualora la formula della clausola sia espressa in termini più generici, come ad es. in base alla condizione di esercitare un'attività in concorrenza con la società, senza adeguate specificazioni, si rischierebbe di ricadere nella disciplina del mero gradimento, in quanto residuerebbe un margine di discrezionalità in capo ai soggetti deputati a esprimere il *placet*

(si pensi ad una *joint venture* partecipata soltanto da investitori qualificati, professionali o finanche istituzionali).

Per altre, invece, l'ammissibilità, sembra, invero, alla luce del menzionato canone di fungibilità soggettiva, più incerta. Si pensi in particolare a quelle che consentano l'alienazione delle azioni soltanto ai soltanto ai soggetti che aderiscano a un patto parasociale <sup>(44)</sup>, ovvero soltanto a soggetti che appartengano al medesimo nucleo familiare <sup>(45)</sup>, ovvero soltanto ai soci attuali o futuri <sup>(46)</sup>, (o perfino solo ai soci attuali al momento dell'introduzione della clausola) e non ai terzi.

Ad ogni modo, ammettendo l'ammissibilità *ultraquinquennale* delle menzionate clausole passate in rassegna, e potenzialmente addirittura senza il corrispettivo del recesso o dell'obbligo di acquisto, assunto che pare fuori contestazione in dottrina allorché si discuta in generale di c.d. gradimento non mero (almeno, come visto, per le clausole più diffuse che non sembrano in astratto cagionare un'eccessiva compromissione delle *chance* del socio di liquidare il suo investimento), si addivene a riconoscere alle condizioni *personali* degli azionisti previste nei requisiti soggettivi della clausola una notevole importanza nel contesto dell'organizzazione societaria. In effetti, aspetti che attengono alla sfera personale dei soci, anche se non necessariamente legati a circostanze del loro rapporto con le azioni possedute (andando così oltre la posizione del socio nella società in senso stretto) vengono "incardinati"

---

(vedi *supra* nt.). Sul punto vedi anche il COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Massima n. H.I.7, Esempi di gradimento non mero - 1° pubbl. 9/04*, secondo la quale «costituisce clausola di gradimento (e non di mero gradimento) quella disposizione statutaria che rifiuti l'ingresso in società ad impresa o a persona titolare di impresa direttamente concorrenti o in palese conflitto di interessi».

<sup>(44)</sup> Vedi in questo senso v. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 194*, del 17 Novembre 2020, *Clausola statutaria che limita la circolazione delle azioni o delle quote, subordinandone l'efficacia all'adesione dell'acquirente a un patto parasociale*.

<sup>(45)</sup> Clausola diffusa nella s.p.a. familiari, lo segnalano nell'ordinamento tedesco C. BÖTTCHER-J. BEINERT- B.H. HENNERKES, *Möglichkeiten zur Aufrechterhaltung des Familiencharakters einer Aktiengesellschaft*, *DB* 1971, p. 1998 ss., la cui legittimità è altresì sostenuta da W. HEFERMEHL – E. BUNGEROTH, *sub § 68, op. cit.*, Rdn 100; J. KOCH, *sub § 68 in Aktiengesetz*<sup>12</sup>, a cura di Hüffer e Koch, Rdn 14; D. MAYER, *Grenzen von Aktionärsvereinbarungen*, *MittBayNot*, 2006, p.281 ss., *spec.284*; H. J. SCHRÖTTER, *Vinkulierte Namensaktien als Bremse der Unternehmenskonzentration*, in *DB* 1977, p. 2265 ss., *spec. 2268*; W. BAYER, *sub § 68, in Münchener Kommentar, op. cit.*, Rdn 60. Nella dottrina italiana v. in tale direzione L. STANGHELLINI, *sub 2355-bis*, in *Azioni, op. cit.*, p. 605.

<sup>(46)</sup> In senso favorevole nella dottrina tedesca v. W. HEFERMEHL – E. BUNGEROTH, *sub § 68, op. cit.*, Rdn 100; *contra* A. HUECK, *sub § 68, in Aktiengesetz*<sup>13</sup>, München, 1968, *Rdn. 3*, p. 198 e M. LUTTER-U. SCHNEIDER, *Die Beteiligung von Ausländern an inländischen Aktiengesellschaften Möglichkeiten der Beschränkung nach geltendem Recht und Vorschläge de lege ferenda*, in *ZGR*, 1975, 182, p. 184.



nell'organizzazione societaria, e avremo modo di esplorare meglio a breve i riflessi che ciò sembra comportare circa l'effettivo atteggiarsi del principio di eguaglianza delle azioni.

In definitiva, dunque, per quanto interessa fin qui osservare ai nostri fini, si può rilevare che il sistema italiano sembra consentire un elevato tasso di personalizzazione dell'organizzazione societaria in punto di circolazione delle azioni: soprattutto nel segmento temporale dei primi cinque anni dall'introduzione di una clausola di restrizione soggettiva della circolazione delle azioni, ove, in effetti, raggiunge perfino vette del tutto sconosciute agli altri ordinamenti europei continentali, salvo le peculiarità del caso francese, ma anche qualora la restrizione soggettiva sia prevista a tempo indeterminato (entro l'incerto limite del tasso massimo di compressione delle fungibilità soggettiva delle azioni dal versante della loro circolazione), con gli eventuali correttivi proposti nelle modalità poc'anzi descritte, qualora si dovesse ritenere nel caso concreto che la restrizione soggettiva della circolabilità delle azioni sia tale da compromettere le *chances* di disinvestimento dei soci.

(..) segue 2.2 *Limiti alla circolazione e principio di eguaglianza: l'applicabilità dei limiti nei trasferimenti delle azioni tra soci.*

Bisogna ora concentrare l'attenzione più da vicino sull'effettivo atteggiarsi del principio di eguaglianza delle azioni nell'ambito degli spazi per l'autonomia statutaria in materia di clausole di limitazione della circolazione della loro circolazione. Risulta anzitutto chiaro, come già sottolineato pocanzi, che ammettere categorie di azioni speciali connotate da regimi differenziati in punto della loro circolazione (prevedendo ad esempio che i requisiti soggettivi necessari per l'iscrizione nel libro soci valgano soltanto per l'acquisto di un gruppo di azioni di categoria), implica necessariamente, sul piano logico-giuridico, il doversi contemperare l'evidente tasso di personalizzazione che si è ora più approfonditamente esplorato con il principio di eguaglianza relativa, che comunque vige all'interno delle categorie azionarie. Sotto altra prospettiva, l'ammissibilità di una puntuazione *per relationem* dei requisiti soggettivi nelle clausole generali c.d. di gradimento non mero (nonché dei soggetti gravati dell'obbligo di acquisto previsto come correttivo della clausola di restrizione soggettiva della circolazione o di mero gradimento, ed altresì dei soggetti legittimati ad esercitare la prelazione, vedi infra al p. successivo) rende evidente, specularmente a quanto osservato con riferimento alle clausole generali di allocazione "soggettiva" del voto, la tensione che parimenti si registra con la nozione di eguaglianza di cui al primo comma dell'art. 2348 cod. civ. Come là si era sostenuto, per sfuggire a questa tensione, che nel caso di regola statutaria generale applicata a tutte le azioni del capitale idonea ad incidere sulla forza di voto complessivamente spettante all'azionista in

subordine a una sua condizione personale, questa incidesse necessariamente sulla legittimazione del socio e non sul contenuto dell'azione, così la speculare tendenza in materia di limiti alla circolazione è stata, da parte di una corrente dottrinale, quella di escludere che i limiti alla circolazione incidano sul "contenuto" delle azioni, dando vita quindi in caso di applicazione differenziata a tipi e non a categorie di azioni. Se si ritiene preferibile ammettere un legame tra i limiti alla circolazione ed il principio di eguaglianza delle azioni, come implicitamente è ammesso da chi propende per la tesi liberale sulla nozione di categorie di azioni, diviene allora necessario, specularmente a quanto registrato nell'ambito del voto (con il concetto di eguaglianza "a monte dell'atteggiarsi della condizione"), conciliare l'attribuzione indeterminata di situazioni soggettive sociali per categorie di azionisti con l'art. 2348 cod. civ.

Peraltro, si è osservato, nel solco della tradizione dottrinale più fedele al (rilievo tipologico del) principio di personalizzazione della partecipazione azionaria, che le clausole di gradimento, «pur subordinando il prodursi di effetti sul piano societario alla valutazione della persona dell'aspirante socio», non contraddirebbero la «rilevanza prioritaria delle azioni nella determinazione della posizione del socio» poiché «la valutazione della persona dell'acquirente si svolge anteriormente al momento della determinazione della partecipazione sociale del socio, per cui, una volta concesso il *placet*, la situazione dell'acquirente sarebbe identica a quella degli altri soci»<sup>(47)</sup>. A ben vedere, l'assunto sembra dar per scontato che la clausola di gradimento non possa operare anche nei confronti di chi già è socio: opinando diversamente risulta chiaro come i suoi effetti (e la personalizzazione dell'assetto partecipativo che ne consegue) potrebbero propagarsi anche *durante societate*. Invero, la questione è stata oggetto di attenzione di alcuni casi giurisprudenziali alquanto remoti che hanno adombrato la soluzione positiva<sup>(48)</sup>, e di orientamenti contrastanti degli autori in dottrina che si sono soffermati sul

---

<sup>(47)</sup> G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci*, op. cit., p. 111.

<sup>(48)</sup> V. Trib. Milano, 12 novembre 1970, in *Riv. dir. comm.* 1973, I, p. 26 ss., con nota adesiva di S. GATTI, *Casi di discussa applicabilità delle clausole statutarie di gradimento al trasferimento delle partecipazioni sociali*. Il tribunale nelle sue motivazioni ha affermato che tra le esigenze che l'art. 2355, comma terzo cod. civ. [vecchia versione] consentiva di soddisfare, oltre all'evidente interesse di impedire l'ingresso a soggetti la cui presenza può risultare dannosa agli interessi della società, anche quello, parimenti in ipotesi giustificato da un interesse sociale, di «conservare all'interno della società un determinato equilibrio di poteri». Si aggiunge che «come rientra nella privata autonomia una clausola di gradimento che operi solo nei confronti dei terzi non soci, così rientra nella stessa autonomia una clausola più ampia che sottoponga ogni trasferimento di azioni con effetto verso la società». E ancora, «né si obietti che una clausola di tale portata potrebbe sfociare nell'effetto di impedire la mobilità delle maggioranze e comunque di creare una situazione di disuguaglianza tra i soci, potendosi consentire ad alcuni e non ad altri, di accrescere la loro partecipazione azionaria, perché tali eventualità, appaiono più che altro conseguenze di un non corretto uso delle clausole stesse. Invero, le clausole di gradimento di cui trattasi, non fanno

tema <sup>(49)</sup>).

In senso contrario, si è osservato proprio come la scelta del tipo azionario mal si concilia con l'interesse alla conservazione di un assetto cristallizzato e potenzialmente immutabile di potere, attesa la naturale vocazione delle azioni alla circolazione <sup>(50)</sup>. Si argomenta poi che non sarebbe corretto allegare un qualche interesse sociale a giustificazione del sacrificio della posizione del socio a cui è vietato l'aumento della partecipazione, poiché questo sarebbe «indefinito, e in questa prospettiva indefinibile» <sup>(51)</sup>. La tutela dell'equilibrio del preesistente assetto societario dovrebbe essere dimostrata come valore che non richiederebbe ulteriori giustificazioni o motivazioni, ma se così è le soluzioni statutarie atte a meglio garantire questo equilibrio sarebbero invero l'opzione o la prelazione <sup>(52)</sup>.

In senso favorevole si è invece sottolineato come la clausola di gradimento potrebbe essere stata introdotta anche *durante societate*, sicché ben potrebbe sussistere l'interesse "postumo" ad un controllo della selezione qualitativa della compagine sociale, così come, per converso, la situazione personale del socio potrebbe essere mutata rispetto al momento in cui era stato

---

la funzione di sopprimere il gioco dell'alternarsi delle maggioranze, sempre possibile, ove la maggior parte delle azioni non si trovi già in mano di un solo soggetto, e neppure quello di creare situazioni privilegiate, sebbene quello di controllare il trasferimento delle azioni al fine di impedire l'acquisizione di una posizione egemonica da parte di un solo socio, intento che le parti possono legittimamente perseguire. Il vero problema di tali clausole è quello del loro corretto impiego nei casi concreti, di evitare cioè un uso arbitrario del potere che esse conferiscono a determinati organi sociali». V. anche nella stessa direzione App. Milano, 5 ottobre 1973, in *Giur. merito*. 1974, I, p. 467 con nota di A. ROSSI e in *Giur. comm.* 1973, II, p. 202 ss. In Francia una nota pronuncia della Cass. Ch. Com. 10 marzo 1976, in *Rev. soc.* 1976, p. 332 ss., ha escluso invece che la clausola di gradimento possa valere anche nei confronti di chi è già azionista, ma il legislatore nel 2004 ha espressamente sancito l'applicabilità della clausola anche ai trasferimenti tra soci (v. nt. successiva).

<sup>(49)</sup> V. C. FOIS, *Clausola di gradimento e organizzazione della s.p.a.*, Milano, 1979, per la conclusione negativa sul punto p. 190 ss. In senso favorevole in dottrina v. S. GATTI, *Casi di discussa applicabilità delle clausole statutarie di gradimento al trasferimento delle partecipazioni sociali*, *op. cit.*, p. 26 ss.; e B. LIBONATI, *Clausola di gradimento e appello al risparmio diffuso*, in *Riv. dir. comm.*, 1983, I, p. 225 ss.; L. STANGHELLINI, *sub 2355-bis*, *op. cit.*, p. 591 s. In Francia il legislatore, superando l'iniziale orientamento della giurisprudenza è intervenuto espressamente sul punto con l'*ordonnance du 24 juin 2004*, che ha modificato l'art. L.228-23, al 1, nel senso che la clausola di gradimento si applica anche «en cas de cession entra actionnaires». Sull'impatto sistematico dell'intervento del legislatore v. in particolare C. MALECKI, *Le remaniement du régime des clauses d'agrément par l'ordonnance du 24 juin 2004*, in *D.* 2004, p. 2775 ss.

<sup>(50)</sup> V. in questa prospettiva C. FOIS, *Clausola di gradimento e organizzazione della s.p.a.*, *op. cit.*, p. 194, che richiama sul punto l'anonima opinione espressa nella nota alla menzionata giurisprudenza milanese apparsa in *Giur. comm.* 1973, II, p. 202; nella dottrina francese che ha commentato l'omologo precedente giurisprudenziale si è espresso con argomenti simili R. HOUIN, *Sociétés par actions*, in *Revue trim. de droit. Comm.*, 1976, p. 534 ss.

<sup>(51)</sup> C. FOIS, *Clausola di gradimento e organizzazione della s.p.a.*, *op. cit.*, p. 196.

<sup>(52)</sup> C. FOIS, *Clausola di gradimento e organizzazione della s.p.a.*, *op. cit.*, p.197.

espresso il *placet* <sup>(53)</sup>; d'altro canto, si osserva come il diritto societario, specie ovviamente quando ci si collochi sul crinale delle società per azioni che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, non offre diretta tutela a una necessaria alternanza del gruppo di controllo (e se così fosse, comunque tale tutela dovrebbe esservi parimenti sia per scalate esterne che interne) <sup>(54)</sup>, bensì permette all'autonomia statutaria ampi spazi per cementare e cristallizzare un determinato assetto partecipativo, nonché di *prevenzione* del coagularsi di maggioranze stabili in compagini sociali con logica in senso lato consortile (basti pensare a quanto osservato prima sulle materia di clausole di scaglionamento del voto o di tetto minimo, e in particolare sulla facoltà statutaria di potersi prevedere in entrambe le ipotesi il computo congiunto delle azioni delle società controllate da uno stesso soggetto).

Ad ogni modo, un conto è se si discute di clausola di *mero* gradimento applicata anche ai soci, ove, in effetti, si arriverebbe al risultato di consentire al socio di maggioranza, o comunque alla categoria di soci deputata ad esprimere il *placet*, di controllare l'incremento e la diminuzione delle partecipazioni dei soci <sup>(55)</sup>, così però consentendo a costoro non solo di preservare l'equilibrio di un certo assetto partecipativo su basi paritarie (valore che sembra sì poter assumere rilievo sociale), ma anche di influenzare le sue modifiche in modo del tutto arbitrario. Questo discorso, naturalmente, non può essere invece esteso alle clausole di restrizione soggettiva della circolazione nelle quali siano prefissati con precisione i requisiti, ove quindi si tratterà di un giudizio di *mero accertamento* di una condizione soggettiva dei soci "oggettivamente" riscontrabile <sup>(56)</sup>. Inoltre, in questa tipologia di clausole, come si è prima indagato, sembra ravvisabile una «funzione propulsiva dell'interesse sociale», poiché le condizioni personali ivi previste nei patti fondativi, o con una successiva introduzione, devono

---

<sup>(53)</sup> V. in questa direzione S. GATTI, *Casi di discussa applicabilità delle clausole statutarie di gradimento al trasferimento delle partecipazioni sociali*, *op. cit.*, p.34 s.

<sup>(54)</sup> In questa direzione v. B. LIBONATI, *Clausole di gradimento*, *op. cit.*, p. 246 ss., che osserva come «la posizione marginale, in realtà non interessa a nessuno, laddove è del tutto plausibile che la posizione maggioritaria susciti nuove, e diverse, preoccupazioni. Il cugino scapestrato può benissimo essere socio di minoranza nella società a composizione familiare, ma non socio di maggioranza: e il modulo della società per azioni è per molti aspetti l'ideale per rendere partecipi dei risultati di un'attività economica i componenti di una famiglia, senza richiedere loro partecipazione attiva (a cui tra l'altro potrebbero non essere capaci) e responsabilità illimitata».

<sup>(55)</sup> Beninteso, solo dal versante del trasferimento di azioni tra soci e non dell'aumento di capitale, essendo certamente inammissibile una gestione "arbitraria" del diritto di opzione.

<sup>(56)</sup> In questa direzione v. anche B. LIBONATI, *Clausole di gradimento*, *op. cit.*, p. 247, secondo il quale «la necessaria presenza di situazioni obiettive esclude (quanto meno facili) possibilità di abuso, essendo allora naturale aggiungere che non si vede perché il contrasto con quelle situazioni obiettive, se non eccepito una prima volta, non possa essere eccepito successivamente».

essere funzionalmente sinergiche al proficuo svolgersi dell'attività di impresa della società<sup>(57)</sup>. Si consideri ad es. le clausole di limite al possesso delle azioni minimo o massimo: qui gli interessi, rispettivamente, di preservare un assetto partecipativo in cui tutti i soci abbiano assicurato un certo *commitment* minimo di investimento, e di configurare una compagine in cui venga esclusa la possibilità del coagularsi di monolitiche posizioni di controllo per assicurare la condivisione del potere decisionale, sembrano certamente poter assurgere a livello sociale. La predeterminazione in astratto *ex ante* delle condizioni necessarie di iscrizione nel libro dei soci e la circostanza che il rilievo sociale dei requisiti soggettivi permanga lungo l'intero arco temporale previsto dalla clausola, sembrano allora certamente giustificare l'applicazione della stessa anche ai trasferimenti operati tra soci, e questa sembra anche essere la soluzione preferibile anche nel caso del silenzio statutario al riguardo. Escludere, invece, l'applicabilità della restrizione soggettiva delle azioni appare come soluzione meno naturale, che richiederebbe uno specifico *opt out* statutario<sup>(58)</sup>.

Ci pare difficile, invece, per le ragioni esposte pocanzi, sostenere l'applicabilità della clausola di gradimento mero ai trasferimenti tra i soci, e ciò a prescindere dall'eventuale *opt in* dello statuto.

Con riguardo alla prelazione la questione è invero più battuta, e si registra comunque un generale consenso circa l'ammissibilità della prelazione anche ai trasferimenti fra i soci, ravvisandosi invece i maggiori contrasti sul prodursi di questo effetto, di *default* o invece esclusivamente in caso di esplicita previsione statutaria<sup>(59)</sup>.

---

<sup>(57)</sup> Si è richiamata l'efficace espressione di S. GATTI, *Casi di discussa applicabilità delle clausole statutarie di gradimento al trasferimento delle partecipazioni sociali*, *op. cit.*, p. 33, il quale dopo aver enumerato una serie di situazioni (condanna penale del socio, appartenenza allo stesso settore economico, qualifiche o relazioni personali, appartenenza al gruppo familiare) giunge infatti ad affermare che «le clausole di gradimento esplicano in questo caso, oltre ad una funzione esclusivamente difensiva, anche una «funzione propulsiva dell'interesse sociale»

<sup>(58)</sup> In senso contrario v. L. STANGHELLINI, *sub 2355-bis*, *op. cit.*, p. 591 s., secondo il quale sarebbe richiesta in ogni caso (senza distinguere tra gradimento mero e non) «una formulazione esplicita, o comunque univocamente diretta ad assoggettare a gradimento anche i trasferimenti tra soci».

<sup>(59)</sup> Nel primo senso v. M. VENTORUZZO, *Sull'ambito di applicazione del gradimento e della prelazione*, in *Notariato* 1998, p. 429 ss.; M. CIAN, *Clausola di prelazione*, *op. cit.*, p. 701; nel secondo STANGHELLINI, *sub 2355-bis*, *op. cit.*, p. 591 s.; C.A. BUSI, *Le clausole di prelazione nella s.p.a.*, in *Riv. not.* 2005, p. 453 ss., p. 457 ss. In giurisprudenza, a favore dell'operatività della clausola di prelazione nei confronti dei trasferimenti tra soci, v. Cass., 22 agosto 1997, n. 7857, in *Foro. It.*, 1998, I, c. 878 ss.

(..) 2.3 *Le «Categorie di soci» nelle situazioni passive e attive delle clausole di limitazione statutaria della circolazione delle azioni.*

Da altro angolo visuale, ma sempre in linea di continuità con la traccia prefissata, bisogna poi indagare quale margine di personalizzazione delle regole sociali sia raggiungibile dall'angolo visuale delle situazioni giuridiche attive attribuite da limiti statuari alla circolazione (: di potere nell'esprimere il *placet* di una clausola di mero gradimento e di esercizio di una prelazione), e, di riflesso, dal versante delle situazione passive (: ovvero dell'obbligo di acquisto nel caso di clausola di gradimento e di soggezione alla prelazione).

Con riguardo alla clausola di gradimento mero con il corrispettivo dell'obbligo di acquisto a carico dei soci, bisogna preliminarmente osservare come sembra doversi anzitutto affermare un principio, operante certamente a livello suppletivo<sup>(60)</sup>, ma probabilmente anche come limite all'autonomia statutaria<sup>(61)</sup>, di necessaria correlazione tra il potere di controllo sulle variazioni della compagine sociale e il costo legato all'obbligo di garantire il diritto al disinvestimento dei soggetti a cui sia stato negato il *placet*.

Si registrano, invece, notevoli incertezze in merito all'esatta interpretazione dell'inciso di cui all'art. 2355-*bis* cod. civ., del «(..) mero gradimento di altri soci»: se sembra ormai chiaro, interpretando il dato letterale, che la disposizione ammetta un gradimento *selettivo* demandato

---

<sup>(60)</sup> V. C. ANGELICI, *La riforma*, op. cit., p. 94; A. DENTAMARO, *sub 2355-bis*, in *Il nuovo diritto societario*, op. cit., p. 391; D. CORAPI, *Clausole di gradimento e clausole di prelazione dopo la riforma societaria*, in *Società*, 2005, p. 831 ss., p. 832 s.; L. STANGHELLINI, *sub 2355- bis*, in *Azioni*, op. cit., p. 579; S. GATTI, *sub 2355-bis*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, op. cit., II, p. 313 nt. 11; G. SALVATI, *I limiti statuari*, op. cit., p. 172.

<sup>(61)</sup> In questa direzione v. in particolare D. CORAPI, *Clausole di gradimento e clausole di prelazione dopo la riforma societaria*, in *Società*, 2005, p. 832., s. secondo il quale quando «il trasferimento delle azioni è subordinato al gradimento non di tutti gli altri soci, ma solo alcuni di alcuni di essi, l'obbligo di acquisto delle azioni del socio alienante sorge soltanto a carico del socio o dei soci cui è attribuita la facoltà di concedere o rifiutare il gradimento», ed inoltre esclusivamente ai soci che si siano espressi in modo negativo nella valutazione, qualora la concessione del *placet* segua una regola di maggioranza (in questo senso v. anche G. DI CECCO, *Conversione e convertibilità*, op. cit., p. 198 ss., salvo il caso limite (nt. 108) dell'«emissione (all'unanimità di tutti i soci) di azioni caratterizzate da un (..) obbligo di acquisto delle azioni in ipotesi di diniego (da chiunque espresso) di gradimento al trasferimento (sempre che ciò non violi il divieto di prestazioni accessorie “in denaro”)». Secondo G. SALVATI, *I limiti statuari*, op. cit., p. 173 s., è possibile scindere il legame tra esercizio del gradimento e obbligo di acquisto: certamente nell'ipotesi dell'obbligo di acquisto della società e del potere di gradimento ai soci, poiché questi sarebbero «indirettamente titolari del patrimonio sociale» (adombra la tesi anche A. TUCCI, p. 633, nt. 52); parimenti nell'ipotesi inversa, purché l'obbligazione in capo ai soci sia configurata come obbligazione alternativa, qualora sia assicurato al socio «il diritto di scegliere tra acquistare oppure rinunciare ad opporsi all'iscrizione nel libro dei soci del terzo». Adombra la legittimità di clausole che consentano di attribuire l'obbligo di acquisto anche a soci che non abbiano rifiutato il gradimento anche L. STANGHELLINI, *sub 2355- bis*, in *Azioni*, op. cit., p. 579 nt. 45, pur auspicando che lo statuto «risolva bene i passaggi applicativi».

soltanto a una parte dei soci <sup>(62)</sup>, è invece ampiamente controverso a quale nozione di soci la disposizione si riferisca. In particolare, è stato sostenuto che la disposizione, in omaggio al principio di spersonalizzazione della s.p.a., si riferisca a una nozione atecnica di categorie di soci intesi solo come azionisti detentori di una particolare categoria di azioni <sup>(63)</sup>, ovvero anche a una nozione di categorie di soci *per relationem* <sup>(64)</sup>, ovvero perfino a singoli soci o a terzi <sup>(65)</sup>,

---

<sup>(62)</sup> In questa direzione v., argomentando dal tenore letterale della disposizione D. CORAPI, *Clausole di gradimento e clausole di prelazione dopo la riforma societaria*, op. cit., p. 831 s.; A. TUCCI, *I limiti statutari*, op. cit., p. 633 nt. 52; A. DENTAMARO, *sub 2355-bis*, in *Codice commentato delle società*, a cura di Abriani e Stella Richter Jr., Torino, 2010, p.726; V. SALAFIA, *Clausola di gradimento nella circolazione di azioni e quote di s.r.l.*, in *Società*, 2006, p. 1078 ss., p. 1080; G. SALVATI, *I limiti statutari alla circolazione delle azioni*, op. cit., p. 146. La novella legislativa ha così chiarito i dubbi in merito prima della riforma, non risolti dall'art. 22 della legge 4 giugno 1985, n. 281 che ricomprendeva esclusivamente il gradimento destinato ad organi sociali; vi era infatti chi sosteneva che il gradimento potesse essere assegnato soltanto ad organi sociali, e pertanto al consiglio di amministrazione o all'assemblea, in base all'assunto per cui la funzione del gradimento sarebbe quella di tutelare l'interesse della società, v. T. ASCARELLI, *Sui limiti statutari alla circolazione delle partecipazioni azionarie*, in *Ban. Bor. Tit. cred.*, 1953, I, p. 281 ss., p. 316; v. anche App. Milano, 22 marzo 1968, in *Giur. it.*, 1971, I, p. 666 ss. sulla necessità del metodo collegiale a presidio della funzione del gradimento legata alla tutela dell'interesse sociale.

<sup>(63)</sup> V. in questa direzione G. CIAN – A. TRABUCCHI, *Commentario breve al codice civile*, Padova, 2007, p. 2649; ritiene altresì che il diritto particolare di esprimere il gradimento, se limitato ad una parte dei soci, debba essere veicolato con una categoria di azioni G. SALVATI, *I limiti statutari alla circolazione delle azioni*, op. cit., p. 149.

<sup>(64)</sup> Cioè per categorie di azionisti individuati su basi soggettive, v. in questa direzione, se ben si è inteso lo spunto, M. CIAN, *Clausola statutaria di prelazione e conferimento di azioni in società interamente posseduta*, op. cit., p. 706 nt. 40; ID., *sub art. 2355-bis*, in *Commentario breve al codice civile*<sup>10</sup>, a cura di G. Cian, Padova, 2011, p. 2763, secondo il quale il gradimento potrebbe essere assegnato ad una determinata «categoria di soci», ma non ad personam, ad un socio o terzo. V. anche G. VISENTINI, *Principi di diritto commerciale*, Padova, 2006, p. 288, secondo il quale «la dizione è nel senso che lo statuto può nominalmente indicare i soci. Forse l'interpretazione più coerente con la logica della società è che la prerogativa sia riconosciuta agli altri soci; ad una categoria di soci; oppure, al limite, ai soci di determinate azioni selezionate dallo statuto».

<sup>(65)</sup> In favore del gradimento accordato al singolo socio o al terzo si è espressa una nutrita corrente dottrinale, v. MELI, *sub art. 2355-bis*, in *Società di capitali. Commentario*, I, op. cit., p. 342, nt. 25; A. TUCCI, *Limiti alla circolazione delle azioni*, op. cit., p. 636, nt. 60; P. DAL SOGLIO, *sub art. 2355-bis*, *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, I, Padova, 2005, p. 343; L. STANGHELLINI, *sub art. 2355-bis*, in *Azioni*, op. cit., p.575 nt. 33, il quale citando alcuni studi pratici segnala peraltro come la diffusione nella prassi di simili clausole sia quasi inesistente; G. SALVATI, *Limiti statutari alla circolazione*, op. cit., p. 145 ss.; da ultimo, pur con riguardo al «singolo socio» mostrandosi invece dubbioso sull'ipotesi del terzo v. P. GHIONNI VISCONTI CRIVELLI, *sub 2355-bis*, in *Le società per azioni*, op. cit., p. 671, prima della riforma v. anche a favore del gradimento accordato al terzo W. BIGIAMI, *La clausole di gradimento al trapasso*, op. cit., p. 47; B. Visentini, *Azioni di società*, in *Encicl. Giur.*, op. cit., p. 998; M. CASELLA, *Clausola di gradimento*, in *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, a cura di Bonelli e Jaeger, Milano, 1993, p. 317 ss., p. 346; R. NOBILI, *La clausola di gradimento*, in *Riv. soc.* 1990, p. 435 ss., p. 441; G. FRÈ-G. SBISÀ, *Società per azioni*<sup>6</sup>, in *Commentario del codice civile* a cura di Scialoja e Branca, I, Bologna, 1997, p.346 s., in giurisprudenza v. Trib. Roma, 2 novembre 1972, in *Riv. dir. comm.*, 1974, II, p. 31; contra v. D. VATTERMOLI, *sub art. 2355-bis*, in *La riforma delle società. Commentario* a cura di Sandulli e Santoro, I, Torino, 2003, p. 173 ss., p. 179; E. FREGONARA, *Le clausole di gradimento non mero nel nuovo sistema*

configurandosi allora, in quest'ultimo caso, sostanzialmente, un diritto particolare assimilabile all'art. 2468, comma terzo cod. civ.

A nostro avviso, in linea tendenziale e non di eccezione - quella dei soci fondatori, pur entro il limite dei cinque anni <sup>(66)</sup> - sembra da escludersi quest'ultima tesi, in quanto, anzitutto è senz'altro da valorizzarsi a livello sistematico il differente – e questa volta in modo coerente – dettato normativo con riguardo alle clausole di gradimento nelle s.r.l., ove, come è noto, l'art. 2469, comma secondo cod. civ., ammette espressamente l'ipotesi del gradimento deputato al socio o al terzo, proprio in coerenza con il dettato dell'art. 2468, comma terzo cod. civ. D'altro canto, bisogna senz'altro rilevare come l'attribuzione selettiva ai singoli soci del potere di sostanzialmente controllare unilateralmente la composizione della compagine sociale mediante il potere di esprimere il *placet*, richiede notevole cautela, poiché l'effetto di *personalizzazione* dell'organizzazione societaria legato ad un simile assetto è molto marcato, in quanto si assisterebbe a un pressoché totale squilibrio degli interessi dei soci a vantaggio di un segmento di questi, proprio in aspetti nevralgici della partecipazione azionaria quali le condizioni di ingresso e di uscita (connesse all'obbligo di acquisto a carico degli stessi soci che esprimono il *placet*) dalla compagine sociale. Dunque, appare corretto sistematicamente, anche in connessione con quanto rilevato nel precedente capitolo dal versante del diritto di voto, negare che un simile potere possa essere attribuito a un singolo socio individuato nominalmente.

L'attribuzione del potere di esprimere il *placet* selettivamente a un gruppo di azioni, e, pertanto, di riflesso, a un gruppo di soci, sembra via certamente legittima, al prezzo di propendere in favore della tesi che ammette l'applicazione differenziata di limiti statuari ad un gruppo di azioni, conseguentemente, di categoria speciale (v. *supra* p. 1).

Inoltre, quale criterio per individuare (per *relationem*) in un dato assetto della compagine sociale gli azionisti (la “*categoria di soci*”) a cui dovrà essere riconosciuta l'esercizio del *placet*, sembra anche qui legittimo ricorrere alla tecnica della predeterminazione statutaria di

---

*societario tra apertura e chiusura*, in *Contr. e Impr.* 2004, p. 1319 ss., p. 1325; F. GALGANO-R. GENGHINI, *Il nuovo diritto societario. Le nuove società di capitali e cooperative*<sup>3</sup>, I, in *Trattato di diritto civile*, diretto da Galgano, Padova, 2006, p. 193, nt. 35; M. CIAN, *Clausola statutaria di prelazione e conferimento*, *op. loc. ult. cit.*; prima della riforma, oltre ad T. ASCARELLI, *op. loc. ult. cit.*, vedi anche F. CORSI, *Il fantasma della clausola di gradimento*, in *Giur. comm.*, 1986, I, p. 19 ss., p. 31.

<sup>(66)</sup> Si rinvia *infra* Cap. III, al p. 4.5 circa l'approfondimento dei diritti particolari nella s.p.a., ammissibili entro gli incerti confini dell'art. 2341 cod. civ. Con riguardo al diritto di gradimento accordato ad uno o più dei soci fondatori individuati nominativamente v. M. SILVA, sub art. 2341, in *Commentario breve al codice civile*<sup>10</sup>, a cura di G. Cian, *op. cit.*, p. 2712; G.L. NIGRO, sub art. 2341, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, II, *op. cit.*, p. 120.



astratte condizioni personali dei soci per tutte le azioni del capitale. Dunque, il gradimento potrà essere assegnato alla decisione della maggioranza - o all'unanimità <sup>(67)</sup> - dei soci che integrino condizioni personali potenzialmente integrabili anche da azionisti futuri – escludendosi così attribuzioni *ad personam* – secondo la medesima prospettiva delineata in precedenza con riguardo alle clausole di restrizione soggettiva della partecipazione (si pensi, ad esempio in positivo, ai soci che abbiano una determinata percentuale di partecipazione al capitale e/o una certa anzianità partecipativa, ai soci che svolgano una determinata attività professionale, o che risiedano in una determinata area geografica, o che svolgano una certa professione ovvero operino in un certo settore economico, o ancora che abbiano una qualche qualifica o forma giuridica; in negativo ai soci che non abbiano una certa soglia minima di partecipazione al capitale, che siano stati condannati per aver violato segreti aziendali o che abbiano comunque cagionato un danno alla società etc.). Se infatti è lecito stabilire come condizione predeterminata di ingresso nella compagine sociale la sussistenza di un dato requisito soggettivo, sembra coerente, o comunque non dissonante, assegnare il potere discrezionale di decidere quali soggetti ammettere alla categoria dei soci che integrino quella stessa condizione soggettiva.

Lo stesso discorso, sembra del resto valere anche nelle altre clausole innominate di limitazione della circolazione delle azioni, come è ipotizzabile nella clausola di prelazione, attivabile ad es. soltanto per i soci che soddisfino una determinata condizione – quale ad es. l'anzianità partecipativa <sup>(68)</sup> – e, parimenti, nelle altre clausole, pur a livello di qualificazione di discussa sussunzione nella categoria dei limiti alla circolazione, ove alla condizione soggettiva “tipica” dell'entità della partecipazione, se ne potrebbero affiancare ulteriori, al fine di meglio graduare l'identificazione del socio che abbia il diritto di “trascinare” o di essere “trascinato” nella vendita delle azioni ad un terzo, rispettivamente, nella clausola di *drag* e *tag*

---

<sup>(67)</sup> Il novellato art. 2355-*bis* cod.civ. nel riferirsi ai soci che si devono esprimere sul *placet*, non può riferirsi necessariamente ai soci riuniti in assemblea poiché la fattispecie è già inclusa nel concetto di «organi sociali» a cui può parimenti essere assegnato il *placet*, (v in questo senso A. TUCCI, *I limiti statutari*, *op. cit.*, p.633; A. DENTAMARO, *sub 2355-bis*, in *Codice commentato delle società*, p. 737; G. SALVATI, *I limiti statutari*, *op. cit.*, p. 148), sicché viene a monte prevenuto qualsiasi dubbio di inammissibilità di una clausola che richieda il consenso unanime.

<sup>(68)</sup> V. gli esempi di clausole offerti da R. ANTONINI, *L'evoluzione della s.p.a.: dalla società di sacchi di denaro alle categorie di azionisti*, in *Quaderni di diritto bancario* n. 1-2021, *Categorie di partecipazioni e condizioni soggettive del socio. Tecniche di diversificazione dei diritti sociali e della durata dell'investimento*, a cura di Rescio, p. 3 ss., *spec.* p. 17, a commento della Massima 184 del Consiglio Notarile di Milano, *cit.*

*along* <sup>(69)</sup>).

3 *Il riscatto delle azioni «non finalizzato» come tecnica di personalizzazione della partecipazione azionaria.* L'estromissione *convenzionale* del socio dalla società per azioni tra clausole di riscatto e prestazioni accessorie.

Un altro dei versanti dal quale si è potuto osservare una delle più decise aperture del legislatore della riforma del 2003 nella direzione della *personalizzazione* della partecipazione azionaria è certamente quello del riscatto delle azioni. Con la laconica disposizione dell'art. 2437-*sexies* cod. civ., il legislatore ha infatti confermato le intuizioni di quegli studiosi che già prima della riforma sostenevano il possibile rilievo sociale della clausola di riscatto <sup>(70)</sup>, anche aldilà dell'ipotesi legale del c.d. riscatto «*finalizzato*» alla riduzione del capitale sociale ai sensi dell'art. 2357-*bis* comma primo n.1, cod. civ. e dell'utilizzo della clausola quale sanzione per l'inadempimento di una prestazione accessoria di cui all'art. 2345 cod. civ. <sup>(71)</sup>.

Per quanto interessa ai nostri fini, tra le differenti funzioni perseguibili mediante la clausola

---

<sup>(69)</sup> V. sul rispetto del principio di eguaglianza nelle clausole di *drag along*, dovuto al fatto che il diritto di trascinarsi è assegnato impersonalmente a qualsiasi socio si trovi in una determinata condizione (l'aver una certa soglia partecipativa), Trib. Milano, 1Aprile 2008, in *G.comm.*, 2009, p.1029. Riteniamo, dunque, che il principio di eguaglianza sia parimenti rispettato anche quando la clausola aggiunga ulteriori condizioni personali quali quelle in precedenza menzionate.

<sup>(70)</sup> V. in questa direzione G.B. PORTALE, *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, in *Riv. soc.*, 1982, p. 763 ss.; G. PRESTI, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, in *G. comm.* 1983, II, p. 397 ss., p. 404 ss. e la monografia di L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995, *passim spec.* p. 171 s. Per una posizione restrittiva si v. C. ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, *op. cit.*, p. 208, che circoscrive il riscatto alla sede parasociale, in quanto in ipotesi incompatibile con l'assunzione di un rilievo organizzativo per la società, dando luogo a diritti e obblighi reciproci tra i soci. In posizione intermedia si v. M. PERRINO, *Le tecniche di esclusione del socio dalla società*, Milano, 1997, p. 360 ss., secondo cui nel caso obbligata all'acquisto sia la società si avrebbe certamente rilievo organizzativo, a differenza, invece, del caso in cui a procedere all'acquisto coattivo siano i soci diversi dal titolare, delle azioni riscattate, poiché in quest'ultimo caso gli organi sociali assisterebbero in modo passivo alla vicenda traslativa a differenza del caso del diritto di prelazione delle azioni. Dopo la riforma il dato della rilevanza sociale del riscatto è ormai acquisito, anche da chi in passato aveva sostenuto una posizione diversa – sia pure con alcune precisazioni – v. infatti C. ANGELICI, *Fra “mercato” e “società”: a proposito di venture capital e drag along*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2011, p. 39 ss. In particolare, si è osservato come il legislatore abbia espressamente sancito con la formulazione letterale degli art.2437-*sexies* e 2355-*bis* cod.civ. la natura sociale delle clausole ove vi sia un obbligo di acquisto in capo ai soci, anche qualora non vi sia il coinvolgimento degli organi sociali, v. N. CIOCCA, *sub art. 2437-sexies*, in *Recesso e riscatto nelle s.p.a. Commento agli artt. 2437-2437-sexies* del Codice Civile, a cura di Marasà e Ciocca, Padova, 2011, p. 45; v. G.A. RESCIO, *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario. Unanimità o maggioranza nell'introduzione della clausola di drag-along?*, in *Giur.comm.*, 2011, p. 2012,II, p. 1055 ss., p. 1058, p. 1063; cfr. anche M. VITALI, *Le azioni riscattabili*, Milano, 2013, p. 69 ss., L. CALVOSA, *sub art. 2437-sexies*, in *Le società per azioni*, a cura di Abbadessa e Portale, *op. cit.*, p. 2565 ss.

<sup>(71)</sup> Vedi *infra* alla nt. 75 per i riferimenti.

in discorso, occorre mettere in luce quella della chiusura o selezione qualitativa della compagine sociale, soffermandosi in particolare sul legame che si viene ad intrecciare tra il riscatto e le condizioni personali dei soci della compagine, specularmente a quello già ampiamente osservato in materia di limiti alla circolazione delle azioni. Come si era del resto già ben evidenziato prima della riforma, il profilo cruciale della clausola statutaria di riscatto è proprio quello della giustificazione del rilievo che le situazioni personali dei soci prefissate nella clausola assumono con riguardo all'assetto organizzativo della società <sup>(72)</sup>.

Anzitutto, al fine di circoscrivere la circolazione di parte delle azioni nell'ambito esclusivo di una certa categoria di soci, sembrano certamente essere giustificate clausole di riscatto legate alla cessazione del rapporto di lavoro con la società degli azionisti-dipendenti <sup>(73)</sup>, nell'ambito della competenza accordata dall'art. 2349 cod. civ. primo comma cod. civ. all'assemblea straordinaria nello stabilire norme particolari per il trasferimento delle azioni assegnate ai dipendenti. Riteniamo, però, che la norma abbia una portata non del tutto eccezionale, neanche, del resto, rispetto all'attuale art. 2355-bis. cod. civ. <sup>(74)</sup>. Sembra, infatti, ammissibile assegnare

---

<sup>(72)</sup> Aspetto sottolineato in particolare da G. PERRINO, *Le tecniche di esclusione del socio dalla società*, Milano, 1997, p. 350 ss. il quale rileva come la dottrina favorevole alla valenza sociale del riscatto si sia limitata ad argomentare in base alla naturale efficacia reale della clausola, senza dimostrarne però il valore organizzativo. L'autore ha invero ritenuto di rintracciare il possibile carattere organizzativo della clausola proprio in relazione al fenomeno della personalizzazione della partecipazione, ammettendo (*spec.* p. 362 ss.) la rilevanza statutaria di clausole di riscatto ma solo in coabitazione con (e non in modo disgiunto da) i limiti alla circolazione delle azioni ai sensi del previgente art. 2355, comma terzo cod. civ. Il carattere «organizzativo» delle clausole in discorso sarebbe giustificato dal rilievo centrale delle condizioni personali dei soci nel sub-tipo della s.p.a. («con azioni a circolazione limitata», espressione di V. MELI, *ult. op. cit.*, p. 99), nel senso che il riscatto consentirebbe alla società di operare anche *ex post* un controllo sulla composizione qualitativa della compagine, con ciò allora assumendo piena portata sociale. Sullo stretto rapporto tra riscatto e gradimento nella direzione di dar rilevanza giuridica all'«elemento personale», vedi anche G. PRESTI, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, *op. cit.*, p. 406.

<sup>(73)</sup> A favore di questa ipotesi si veda, prima della riforma, L. CALVOSA, *La clausola di riscatto*, *op. cit.*, p. 260 ss., dopo la riforma v. M. LIBERTINI-A. MIRONE-P. SANFILIPPO, *sub* 2349, in *Commentario romano*, *op. cit.*, p. 254; *contra* A. DE MARTINI, voce *Azioni*, *op. cit.*, p. 81 s., secondo il quale l'art. 2349 cod.civ. consentirebbe di attribuire rilevanza al rapporto di lavoro sulla partecipazione sociale dell'azionista dipendente, ma non fino al punto da condizionare quest'ultima alla persistenza del primo. Nella stessa direzione v. anche R. FRANCESCHELLI, *Momenti e profili giuridici dell'azionariato popolare*, in *Riv. dir. comm.* 1962, I, p. 1 ss., p. 17.

<sup>(74)</sup> Natura eccezionale sottolineata in particolare da C. ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, *op. cit.*, p. 95. In dottrina è invero ancora aperto il problema dell'effettivo rapporto tra l'art. 2349 cod. civ. e l'art. 2355-bis, cod. civ. proprio con riguardo al summenzionato (v. p. 2) profilo dei limiti di comprimibilità dell'attitudine alla circolazione dell'azione (nel senso che la prima norma possa recare limitazioni ancor più incisive di quelle permesse in generale dalla seconda v. L. AUTORI, *sub* 2349, in *Azioni*, a cura di Notari, *op. cit.*, p. 188; C. FIORIO, *sub* 2349 in *Il nuovo diritto societario*, diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, *op. cit.*, G. P. LA SALA, *sub* 2349, primo comma, in *Le società per azioni*, a cura di Abbadessa e Portale, *op. cit.*, p.

anche agli amministratori, nell'ambito di piani di incentivazione, delle azioni contraddistinte dalla peculiare situazione di soggezione al riscatto in subordine alla circostanza che l'amministratore cessi dalla carica, o che le azioni vengano alienate a un soggetto che non è parte del consiglio di amministrazione. Si è parlato spesso, del resto, anche di riscatto quale sanzione per l'inadempimento di un'ipotetica prestazione accessoria di ricoprire la carica di amministratore <sup>(75)</sup>.

Ma soprattutto, bisogna altresì ribadire che nelle compagini sociali (potenzialmente anche molto variabili per «*realstruktur*» in uno spettro che va dalla medio-piccola s.p.a., alla società

---

537; *contra*, per l'equivalenza, ACERBI, *Osservazioni sulle stock options e sull'azionariato dei dipendenti*, in *Riv. soc.*, 1998, p.1218; A. STAGNO D'ALCONTRES, *sub 2349, Società di capitali. Commentario* a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, *op. cit.*, p. 290), poiché è incerto se tra le particolari norme sulla circolazione delle azioni dei dipendenti possa essere introdotto anche un divieto di alienazione ultraquinquennale, o eventualmente coincidente con la durata del rapporto di lavoro.

Ad ogni modo, senza arrivare a discorrere di intrasferibilità assoluta, sembra legittima la clausola che preveda un'intrasferibilità soggettiva relativa, anche a tempo indeterminato, nell'ambito della categoria degli azionisti dipendenti, almeno quando siano predisposti gli appositi correttivi atti a garantire il disinvestimento (e cfr. ancora *supra* par. 2), poiché una restrizione siffatta sembra pienamente giustificata da un interesse economico imprenditoriale dell'impresa oggettivamente rilevabile (basti pensare all'effetto di fidelizzazione dei dipendenti e in generale al miglioramento delle relazioni con una categoria di *stakeholders* di vitale importanza quali i lavoratori, al rafforzamento della struttura finanziaria, ai vantaggi fiscali), senza che possa obiettarsi in senso opposto l'incompatibilità tipologica con la naturale vocazione delle azioni alla circolazione.

<sup>(75)</sup> Problema invero assai delicato. In senso favorevole si v. L. CALVOSA, *La clausola di riscatto*, *op. cit.*, p. 266, la quale ritiene che il riscatto possa costituire la sanzione per l'inadempimento della prestazione accessoria recante l'obbligo di un soggetto a rivestire la carica di amministratore della società, richiamando anche sulla questione una pronuncia favorevole del Trib. Genova 3 gennaio 1986, in *Banc. Bor. Tit. cred.*, 1986, II, p. 427 ss. In senso contrario, per la «la sicura prevalenza della disciplina legale dell'organo amministrativo sul regime discordante delle prestazioni accessorie» si è espresso invece G. PERRINO, *Le tecniche di esclusione del socio dalla società*, *op. cit.*, p. 375; cfr. anche A. PISANI MASSAMORMILE, *I conferimenti nella società per azioni*, in *Il Codice Civile. Commentario*, diretto da Schlesinger, Milano, 1994, p.340, secondo il quale la clausola sarebbe ammissibile, purché sia fatta salva l'applicabilità delle norme in tema di nomina e revoca degli amministratori e, in particolare, la relativa competenza dell'assemblea; v. anche nella stessa direzione, A. BARTALENA, *Le prestazioni accessorie*, *op. cit.*, p. 886; dedica specifica attenzione al tema, estendendo l'analisi anche ai modelli alternativi di amministrazione e controllo, nonché all'obbligo di ricoprire la carica nell'organo di controllo, concludendo in senso favorevole G. BERTELOTTI, *Società con prestazioni accessorie*, Milano, 2008, p. 298 ss. L'autore ritiene che tra le norme particolari di cui all'art. 2368 cod.civ. sembra poter rientrare anche la prestazione accessoria consistente nell'obbligo di ricoprire una certa carica in un qualche organo della società, poiché il necessario consenso unanime per l'introduzione o la modifica di quest'ultima previene, a giudizio dell'autore, il problema della competenza assembleare e delle relative maggioranze. Nella dottrina tedesca si sono pronunciati a favore W. IMMENGA, *Die personalistische Kapitalgesellschaft*, *op. cit.*, p. 103; A. HUECK, *Gesellschaftrecht*<sup>17</sup>, München, 1975, p. 254; R. FRIEDEWALD, *Die personalistische Aktiengesellschaft*, p. 103, testo e nt. 18; *contra* M. LUTTER, *sub 55*, in *Kölner Kommentar*<sup>2</sup> z. AktG, I, §§1-75, Köln-Berlin-Bonn-München, 1988, *Rdn.* 6, p. 615; nella dottrina spagnola l'opinione è invece negativa v. J. PEÑAS MOYANO, *Las prestaciones accesorias en la Sociedad anonima*, Pamplona, 1996, p. 221.

di diritto speciale, o alla s.p.a. *holding* di un gruppo, ma pur sempre a impronta familiare, alla *joint ventures* tra multinazionali) caratterizzate da un particolare legame familiare, commerciale, professionale, o, comunque, in cui l'attività di impresa esercitata della società richieda una comunanza di interesse dei soci in relazione a parametri quali età, cittadinanza, natura giuridica, o attività economica esercitata, sembra del tutto legittimo non solo subordinare preventivamente, con clausole di restrizione soggettiva della circolazione, la legittimazione all'esercizio dei diritti sociali verso la società in ragione delle condizioni personali considerate (se non irrinunciabili quantomeno) funzionali alla migliore attuazione del programma di impresa consacrato nell'oggetto sociale, ma anche, conseguentemente, di potersi assicurare mediante la clausola di riscatto, quel medesimo controllo sulla selezione qualitativa della compagine anche *ex post*, qualora quelle condizioni personali dovessero venir meno <sup>(76)</sup>. Inoltre, in collegamento a quanto già osservato in materia di diritto di voto e limiti alla circolazione, anche qui la clausola di riscatto può operare come strumento ablativo della partecipazione dei soci che superi una determinata soglia percentuale di partecipazione al capitale sociale <sup>(77)</sup>.

Di più, la clausola di riscatto sembra del resto poter operare anche a prescindere da un collegamento funzionale con una clausola di limitazione della circolazione delle azioni, e, anzi, consente di garantire per certi versi perfino una maggior efficacia dal versante dell'effettiva possibilità di cristallizzazione di un determinato assetto partecipativo. Infatti, la clausola può essere azionata anche quando accadono prefissati accadimenti nelle situazioni personali dei soci

---

<sup>(76)</sup> V. G. PERRINO, *Le tecniche di esclusione del socio dalla società*, *op. cit.*, p. 357, il quale, con grande chiarezza, per giustificare la rilevanza sociale di clausole come quelle riportate nel testo osserva: «l'interesse alla personalizzazione del rapporto sociale si traduce nell'esigenza di ancorare la (conservazione della) titolarità della partecipazione azionaria al permanere o comunque al possesso di certe caratteristiche soggettive, o ad una certa (misura della) posizione individuale nel gruppo, o più ampiamente all'identità personale del socio: e ciò sia per la necessità di mantenere inalterati alcuni connotati specifici della compagine sociale, di tipo familiare, professionale, o comunque personale, considerati irrinunciabili in rapporto all'attività programmata; sia perché la partecipazione azionaria stessa si giustifica quale contropartita o incentivo di un adempimento personale del socio». Cfr. anche L. CALVOSA, *La clausola di riscatto*, *op. cit.*, p. 231 ss.; sul punto, nella dottrina tedesca, v. in particolare M. LUTTER, *sub § 237*, in *Kölner Kommentar z. AktG*, V, §§221-240, 1993, Köln-Berlin, *Rdn.* 6, p. 783 ss.; R. FRIEDEWALD, *Die personalistische Aktiengesellschaft*, *op. cit.*, p. 55 ss.

<sup>(77)</sup> Si tratta della questione già affrontata in precedenza nei limiti al possesso di voto (v. *infra* p. 2 alla nt. 276): al superamento della soglia partecipativa può essere prevista una clausola di riscatto, v. in questo senso già Trib. Milano, 6 febbraio 1992, in *Soc.* 1992, p. 1087 ss. In dottrina, L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nella s.p.a.*, *op. cit.*, p. 236 ss.; Massima n.99 del 18 Maggio 2007 del CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Azioni riscattabili e introduzione della clausola di riscatto*. In favore dello «squeeze out statutario», fattispecie che presenta evidenti analogie con la questione, v. A. LUCIANO-I. LACCHINI, *Lo squeeze out statutario: una prospettiva di fattibilità*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 904 ss., *contra* V. SALAFIA, *Squeeze out statutario*, in *Soc.*, 2007, p. 1450 ss.

durante il perdurare della vita societaria, come, ad esempio, il cambio del soggetto che eserciti il controllo (o dei soggetti, qualora si ammetta che sia specificamente prevedibile anche il cambio del controllo congiunto) in uno dei soci della società, quando questi naturalmente abbiamo natura societaria <sup>(78)</sup>.

Un profilo assai delicato è quello del riscatto che operi come sanzione per i soci che compiano determinati *comportamenti*, in ipotesi (predeterminate dallo statuto) considerati in contrasto con l'interesse della società, ove, quindi, la clausola potrebbe consentire di mimare l'istituto dell'esclusione del socio al di fuori della fattispecie dell'art. 2344 cod. civ. Si impongono tuttavia alcune precisazioni preliminari.

---

<sup>(78)</sup> V. in questo senso la Massima n.185, del 7 Gennaio 2020, CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Clausole statutarie di «change of control» che disciplinano gli effetti del trasferimento delle partecipazioni delle società-socie*, secondo la quale, «devono ritenersi legittime ed efficaci le clausole statutarie che prevedono il diritto di riscatto qualora si verifichi il trasferimento del controllo di una società socia, con obbligo di quest'ultima di effettuare le dovute comunicazioni all'organo amministrativo e/o agli altri soci. Analogamente – e sempre in via esemplificativa – si reputano legittime ed efficaci le clausole statutarie che prevedono il necessario gradimento (nei confronti del nuovo socio di controllo della società socia), in caso di cambio di controllo di una società socia, con obbligo di quest'ultima di effettuare le dovute comunicazioni all'organo amministrativo, e con diritto di riscatto (delle azioni o quote detenute dalla società socia) in caso di mancato rilascio del gradimento». Come osserva correttamente L. STANGHELLINI, *sub art. 2355-bis, op. cit.*, p. 594 tali clausole non sono propriamente riconducibili a limiti alla circolazione, poiché «è di tutta evidenza che in questo caso non siamo in presenza di una *preferenza* nell'acquisto, dato che nessun trasferimento delle azioni ha luogo. Clausole siffatte sono allora più propriamente riconducibili al riscatto di azioni, disciplinato dall'art. 2437-*sexies* cod. civ., e sulla base di tale norma la loro legittimità deve essere valutata». Cfr. anche Tribunale di Roma, Sez. impr., 9 maggio 2017, ord., in *Soc.*, 4/2018, 457 ss., con nota di E. CICALTELLI, *Note in tema di change of control e margini di operatività delle clausole di prelazione statutaria*, che ha ritenuto non applicabile la prelazione statutaria in caso di cambio di controllo del socio poiché «non appare predicabile l'equiparazione del trasferimento della partecipazione sociale al fenomeno, del tutto differente, del mutamento del controllo del socio (..) sotto il profilo oggettivo viene a mancare lo stesso presupposto della clausola di prelazione costituito dal trasferimento della partecipazione sociale e, sotto il profilo soggettivo, i soci del socio di una società il cui statuto contenga una clausola di prelazione non possono dirsi parte di quello statuto e, quindi, vincolati allo stesso»; diversamente orientata App. Torino, 1 ottobre 2013, in *Giur comm.*, 2014, II, 864, con nota di E. BARCELLONA, *Clausola di prelazione e fattispecie elusive: trasferimento endo-gruppo consentiti e successiva perdita del controllo della società cessionaria*.

Le clausole in discorso sono maggiormente note nell'ordinamento francese, anche per alcune vicende giurisprudenziali che si sono imbattute sulla questione. V. infatti in senso favorevole T. Rouen, 8 févr. 1974, in *RTD. comm.*, 1974, p. 413 ss., con nota critica di R. RODIERE, il quale ha espresso perplessità alla luce del diritto di rimanere socio (su cui. v. *infra* nt.); in senso favorevole T. com. Versailles 2 mai 1989, in *Bull. Joly* 1989, p. 615 ss. con nota di Y. SEXER. In senso favorevole, salvo il limite della frode, si è orientata anche la *Cour de Cassation* in Com. 27 juin 1989, in *Bull. Joly* 1989, con nota di P. LE CANNU; Com. 13 déc 1994, n.93-11.569, in *Rev. sociétés*, 1995, p. 298 ss. con nota di P. LE CANNU. In dottrina, vedi in senso favorevole, I. KRIMMER, *La clause de rachat*, in *JCP E*, 1993, p. 101 ss.; L. FAUGÉROLAS, *Les moyens de défense face a une acquisition indirecte d'actions*, in *JCP E* 1995, I, p. 483 ss. H. LE NABASQUE, *Agrément de cessions d'actions et exclusion d'actionnaires*, in *RJDA* 1995, p. 200 ss.

Anzitutto, come è noto, l'esclusione nella disciplina della s.p.a. è prevista tipicamente dall'art. 2344 cod. civ., con tratti profondamente diversi rispetto all'istituto dell'esclusione convenzionale di cui all'art. 2473-*bis* cod. civ.: appare subito evidente che la prima norma, rispetto alla seconda, si distingue per il carattere sanzionatorio non solo dal punto di vista funzionale (sospensione del diritto di voto durante lo svolgersi della procedura, stato di quiescenza delle azioni non liberate durante la procedura, financo all'esclusione qualora non il socio persista nell'inadempimento dell'obbligo di versare i conferimenti dovuti) ma anche economico. Invero, all'esito della procedura di vendita per conto e a rischio del socio moroso, le somme comunque versate da quest'ultimo – qualora la vendita non abbia avuto luogo per mancanza di compratori, o il ricavato sia inferiore ai versamenti richiamati <sup>(79)</sup> – devono essere trattenute dalla società, a titolo di penale, a differenza delle quote del socio escluso che dovranno essere liquidate in ogni caso secondo criteri di equa valorizzazione di cui all'art. 2473 cod. civ. Inoltre, il rimborso della partecipazione del socio di s.r.l. estromesso dalla società nell'esclusione convenzionale non può avvenire, per chiare ragioni di tutela dei creditori, mediante una riduzione del capitale, effetto, invece, che può ben prodursi all'esito della dichiarazione di *decadenza* del socio moroso, ma solo dopo lo scadere dell'esercizio in cui questa è stata pronunciata, qualora sia stato vano anche il secondo tentativo di vendita.

In materia di tecniche statutarie che consentano l'estromissione del socio dalla compagine nella s.p.a., in mancanza di espressi interventi del legislatore al di fuori dell'art. 2344 cod.civ., l'attenzione in dottrina si è focalizzata, anzitutto, sull'art. 2345 cod. civ., in particolare interrogandosi sulla sanzione da comminarsi per l'inadempimento dell'obbligo di una prestazione accessoria. Sul punto, l'opinione maggioritaria in dottrina e in giurisprudenza ritiene applicabile analogicamente l'art. 2344 cod. civ. (con la relativa disciplina “doppiamente” sanzionatoria), sulla base del presupposto che si tratterebbe, pur sempre, di inadempimento di obblighi sociali, non di rapporti contrattuali *accessori* al contratto di società <sup>(80)</sup>; allo stesso tempo è però da più parti ammessa anche la clausola di riscatto quale sanzione

---

<sup>(79)</sup> ) Sempre che nel secondo caso si ammetta un prezzo minimo di vendita inferiore ai conferimenti rimasti inadempiti dal socio moroso, v. in questo senso, traendone argomento dalla natura della vendita a rischio del socio, G. FERRI SR., *Le società*, op. cit., p. 424; M. PERRINO, *Le tecniche di esclusione del socio*, op. cit., p. 267; M.S. SPOLIDORO, *I conferimenti*, op. cit., p. 475

<sup>(80)</sup> V. in senso favorevole M. CAMPOBASSO, *sub 2344*, in *Le società per azioni*, a cura di Abbadessa e Portale, op. cit, p. 446; G. BERTOLOTTI, *Società con prestazioni accessorie*, op. cit., p. 372 ss.; prima della riforma v. M. PERRINO, *Le tecniche di esclusione*, op. cit., C. ANGELICI, *La costituzione della società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, 1985, diretto da Rescigno, XIV, Torino, p. 259, a cui va riconosciuta la paternità della tesi; vedi

esplicitamente prevista dallo statuto per l'inadempimento di una prestazione accessoria <sup>(81)</sup> (un classico esempio in dottrina è quello dell'esercizio di un'attività in concorrenza con la società), proprio conseguentemente al pieno rilievo sociale che è ormai ad esse riconosciuto dalla più moderna dottrina <sup>(82)</sup>.

Ora, come è noto, la disciplina delle prestazioni accessorie di cui all'art. 2345 cod.civ. impone il gradimento del consiglio di amministrazione per i trasferimenti delle azioni a cui esse ineriscono, proprio in ragione dell'effetto di personalizzazione che a queste viene riconosciuto <sup>(83)</sup>, sicché vi sarebbe il rischio che il socio possa rimanere prigioniero del titolo <sup>(84)</sup>.

Dunque, in molti casi, l'utilizzo della disciplina delle prestazioni accessorie come tecnica di estromissione del socio rischierebbe di rivelarsi alla prova dei fatti inefficiente, sicché è naturale chiedersi se la tecnica del riscatto come mezzo di ablazione delle partecipazioni in ragione di comportamenti dei soci considerati incompatibili con l'interesse della società possa operare anche al di fuori della cornice dell'art. 2345 cod. civ. Impregiudicata per ora la questione del *quorum* per l'introduzione dell'eventuale obbligo (su cui v. *amplius* 5.2), e anticipando la tesi per cui è invero possibile distinguere tra obblighi suscettibili di essere oggetto di prestazioni accessorie e particolari obblighi che "esulano" dall'art. 2345 cod. civ. (v. *amplius* 4.5), sembra, invero, potersi affermare che le azioni dei soci che si trovino in queste ultime condizioni, e che, quindi, siano riscattabili, non debbano allo stesso tempo essere necessariamente assoggettate a una regola di limitazione della trasferibilità di dette azioni in

---

*contra*, A. BARTALENA, *Le prestazioni accessorie*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 1\*\*\*, Torino, 2004, p. 801 ss., p. 920 ss.; A. PISANI MASSAMORMILE, *I conferimenti nelle società per azioni. Acquisti pericolosi. Prestazioni accessorie*, in *Il Codice Civile. Commentario*, a cura di Schlesinger, 1994, *op. cit.*, p. 361. In giurisprudenza, in senso favorevole, v. Cass., 8 novembre 2000, n. 14523, in *Soc.* 2001, p. 183 ss., App. Milano, 14 luglio 1982, in *G. Comm.* 1983, II, p. 406 ss.

<sup>(81)</sup> V. in senso favorevole, G.B. PORTALE, *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, *op. cit.*, p. 767 ss.; cfr. A. BARTALENA, *Le prestazioni accessorie*, *op. cit.*, p. 928 ss., anche per ulteriori riferimenti. In giurisprudenza v. App. Milano 11 luglio 1982, in *Giur. comm.*, II, 1983, p. 397 ss. Trib. Milano, 4 luglio 1988, in *Banca e Borsa tit. cred.*; Trib. Genova, 3 Gennaio 1986, in *Dir. fall.* 1987., II, p. 191 ss.

<sup>(82)</sup> Sul rilievo sociale delle prestazioni accessorie vedi la ricostruzione del panorama dottrinale effettuata da G. BERTELOTTI, *Società con prestazioni accessorie*, *op. cit.*, p. 145 ss. p. 185 ss.; P. BENAZZO, *sub* 2345, in *Le società per azioni*, a cura di Abbadessa e Portale, *op. cit.*, p. 448 ss.

<sup>(83)</sup> Vedi ancora P. BENAZZO, *op. ult. cit.*, p. 458 s., il quale ritiene non adeguatamente esplorato il tema della eventuale derogabilità del regime di circolazione delle azioni gravate da prestazioni accessorie. In particolare, l'autore ritiene che, in ragione della stretta connessione che corre tra prestazioni accessorie, esercizio dell'attività di impresa e interesse sociale, pare preferibile la tesi che ritiene inderogabile la competenza del consiglio di amministrazione. Nello stesso senso v. A. BARTALENA, *Le prestazioni accessorie*, *op. cit.*, p. 894.

<sup>(84)</sup> Come sottolinea G.B. PORTALE, *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, *op. cit.*, p. 32.



base al gradimento degli amministratori <sup>(85)</sup>.

Si pensi in questa direzione, soprattutto, a clausole che sanzionino con il riscatto i soci che abbiano compiuto fatti dannosi per la società (si pensi alla diffusione di un *know how* aziendale a terzi, ovvero la condanna penale di uno dei soci che potrebbe arrecare un danno reputazionale all'impresa), ove, peraltro, sembra doversi anche negare in radice la possibilità di qualificazione come obblighi di prestazioni accessorie, poiché, piuttosto, si tratterebbe di particolari sanzioni (con funzione di clausola penale, vedi sul punto par. 4.5.) all'inadempimento di obblighi che promanano pur sempre dalla legge (e che quindi non sono accessori al conferimento), legati al paradigma di correttezza endosocietaria <sup>(86)</sup>, qualsiasi sia la specifica fonte da cui si ritenga che questo promani (contrattuale, agli art. 1175 cod.civ. e 1375 cod. civ., ovvero societaria, si pensi *in primis* all'art. 2373) <sup>(87)</sup>. Invero, qualora l'attività di impresa sia gravemente pregiudicata dall'accadimento di predeterminati comportamenti dei soci, sembra legittimo propendere, nei confini dei limiti civilistici della pena privata, per il rilievo sociale della clausola (anche se slegata dalla disciplina dell'art. 2345 cod. civ.) che consenta il riscatto delle azioni dei soci, e, conseguentemente, la loro estromissione dalla compagine sociale <sup>(88)</sup>.

---

<sup>(85)</sup> Recentemente, in questa direzione si veda, a favore della clausola di riscatto (estranea al meccanismo di cui all'art. 2345 cod.civ.) delle azioni del socio assenteista, COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Massima H.I.29 – *Legittimità della clausola di riscattabilità delle azioni del socio inattivo o irreperibile* - 1° pubbl. 9/19 -, per cui è «legittima la clausola statutaria che preveda che le azioni siano riscattabili, dalla società o dagli altri soci, ai sensi dell'art. 2437-sexies c.c., qualora il socio titolare di tali azioni non partecipi, nell'arco del periodo di tempo significativo, ad alcuna attività assembleare».

<sup>(86)</sup> Come osserva M. PERRINO, *Le tecniche di esclusione*, op. cit., p. 382, pur negando che simili clausole possano assumere rilievo sociale.

<sup>(87)</sup> Nel primo senso v. *ex multis*, A. ASQUINI, *I battelli del Reno*, in *Riv. soc.* 1959, p. 628 ss.; P. G. JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1964, p. 192 s.; nel secondo A. GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'ordinamento della società per azioni*, Milano, 1987, p. 262 ss.

<sup>(88)</sup> *Contra* M. PERRINO, *Le tecniche di esclusione del socio*, op. loc. ult. cit. il quale ammette quale tecnica statutaria di esclusione del socio dalla s.p.a. solo la clausola di riscatto legata a qualità personali dei soci e non a loro comportamenti. In realtà, la soluzione pare non del tutto condivisibile, non solo per la generale liberalizzazione del riscatto dopo la riforma del 2003, ma anche poiché sembra poter sussistere nelle clausole in discorso un oggettivo interesse dell'impresa ad escludere i soci che abbiano compromesso l'*affectio societatis* e abbiano causato danni alla società.

V. più di recente sull'utilizzo delle clausole di riscatto come mezzo di esclusione del socio dalla s.p.a. le considerazioni di C. ESPOSITO, *L'esclusione del socio nelle società di capitali*, Milano, 2012, pag. 93 ss. e di A. BENUSSI, *Considerazioni in ordine alla estromissione forzata del socio nelle società di capitali*, in *Il diritto delle società oggi*, diretto da P. Benazzo - M. Cera-S. Patriarca, Milano, 2011, p. 91, il quale propende per la ricostruzione sistematica che descrive l'esclusione come *exit tipico*, e il riscatto, quale forma di *exit atipico*; v. anche le considerazioni di G. BEVILACQUA - M. MASOTTI, *L'esclusione del socio di società per azioni "chiusa": applicazione analogica dell'articolo 2473-bis, cod. civ. o ricorso a rimedi alternativi?* In *op. straord.* 2018/6,

Per un verso in simili ipotesi il diritto di riscatto sembra sovrapporsi all'istituto dell'esclusione dell'art. 2373-bis, e, in questo senso, potrebbe anche parlarsi di applicazione *transtipica* (inversa al tradizionale *trend sistematico* nelle società di capitali) di alcuni principi rintracciabili nell'art. 2473-bis cod. civ. : senz'altro, anzitutto, gli specifici motivi <sup>(89)</sup>, per vero requisito a carattere ancor più stringente nella s.p.a. rispetto alla s.r.l., poiché nella prima, a differenza di quanto si ritiene nella seconda <sup>(90)</sup>, sembrano da escludersi dai requisiti inerenti la persona del socio - che rendono inopportuna la sua presenza in società - assunti come presupposto per l'attivazione del riscatto, quelli che necessariamente richiedano un apprezzamento discrezionale *ex post* di un qualche soggetto. Invero, la valutazione della meritevolezza del requisito di innesco della clausola sembra necessariamente prerogativa esclusiva della maggioranza dei soci, ma solo *ex ante* al momento di introduzione clausola, non *ex post durante societate*, per gli stessi dubbi avanzati allorché si indagava l'ammissibilità di

---

*spec.* 8 ss., che sottolineano il ruolo centrale dell'azione nella vicenda del riscatto a distinguerla dall'esclusione nella s.r.l., ma propendono comunque per la soluzione prospettata nel testo. Giunge invece a prospettare la replica nello statuto della s.p.a. dell'esclusione di cui all'art. 2473-bis., M.S. DESARIO, *L'esclusione del socio di s.p.a. per giusta causa*, in *Soc.* 2009, 3, p.269 ss.

Nell'ordinamento tedesco è risalente l'osservazione che il §237 AktG consente di realizzare una forma di *Ausschließung* mediante la previsione di prefissate condizioni personali del socio o comportamenti lesivi della *Treuepflicht* tra azionisti, quali presupposti della *Angeordnete Zwangseinziehung*, v. M. LUTTER, §§237, in *Kölner Kommentar z. AktG*, I, §§221-240, Köln-Berlin-Bonn-München, 1993, *Rdn* 13, p. 785; R. FRIEDEWALD, *Die personalistische, op. cit.*, p. 56 e 145 ss. Invero, la tesi presuppone l'adesione al convincimento che anche nella s.p.a. sussistano obblighi di *Treuepflicht* orizzontali tra azionisti. Oltre ai due autori citati v. anche su quest'ultimo tema le diverse posizioni di, T. DRYGALA, §53a, in *Kölner Kommentar z. AktG* a cura di Zöllner e Noack, Köln, 2011, p. 29 ss. e, in senso critico, di W. FLUME, *Die Rechtsprechung des II. Zivilsenats des BGH zur Treuepflicht des GmbH-Gesellschafters und des Aktionär*, in *ZIP*, 1996, p. 161 ss. In senso favorevole a obblighi di *Treuepflicht* tra azionisti anche le note sentenze del *Bundesgerichtshof*, *BGH* 1 febbraio 1998, caso *Linotype* in *NJW*, 1988, p. 1579 ss. e *BGH*, 20 marzo 1995, caso *Girmes*, in *NJW* 1995, p. 1739 ss.

<sup>(89)</sup> Sicché è da negare l'ammissibilità di estromissione del socio nel silenzio statutario come pure è stato proposto dalla dottrina tedesca, ove M. LUTTER, §§237, in *Kölner Kommentar, op. cit.*, p. 812 ss. ha ipotizzato una «*ausschließung aus wichtigem Grund*» (tipica delle società di persone nei casi di esclusione legale) anche nelle società azionarie.

<sup>(90)</sup> Che nelle s.r.l. l'accertamento del verificarsi del requisito inerente la persona del socio dal quale dipenda l'esclusione possa richiedere entro un certo margine una valutazione discrezionale è assunto ormai condiviso sia in dottrina che in giurisprudenza, v. infatti M. CIAN, *Diritto commerciale, op. cit.*, p. 693 (il quale riporta gli esempi dell'ostruzionismo dell'assemblea attuato mediante lo stabile voto negativo per paralizzare i lavori, ovvero l'esercizio del diritto di controllo ripetuto per ostacolare la gestione delle società); nello stesso senso v. anche F. ANNUNZIATA, sub 2373-bis, in *Le s.r.l.*, a cura di Bianchi, Milano, 2008, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti et. alt., p. 538; P. PISCITELLO, *Recesso ed esclusione nelle s.r.l.*, in *Liber amicorum Campobasso, op. cit.*, p. 715 ss., p.736; M. PERRINO, *La "rilevanza del socio" nella s.r.l.: recesso, diritti particolari, esclusione* in *La nuova disciplina delle s.r.l.*, a cura di Santoro, Milano, 2003, p. 105 ss., p. 144. In giurisprudenza, v. Trib. Milano, 13-6-2016, in *Soc.*, 2016, p. 1075 ss. e Trib. Milano 5.9.2014, in *V. Not.*, 2014, p. 1389.

clausole di gradimento mero operanti anche nel caso di trasferimento tra soci <sup>(91)</sup> (le due fattispecie evocate ci sembrano infatti funzionalmente sovrapponibili).

Inoltre, parrebbe che anche il requisito della giusta causa di cui all'art. 2473-*bis* cod. civ., possa essere applicato nelle s.p.a., quale criterio interpretativo per valutare la meritevolezza dell'interesse perseguito dalla clausola di riscatto, attraverso la misurazione del contrasto tra il comportamento o la situazione personale del socio prefissata come requisito di innesco (dell'estromissione del socio dalla compagine) e l'interesse dell'impresa.

Per altro verso, l'estromissione del socio dalla s.p.a. mediante la clausola di riscatto si differenzia dall'esclusione per aspetti centrali, quale, *in primis*, la possibilità che la società acquisti le azioni del socio estromesso - se queste ultime siano interamente liberate e nei limiti degli utili e delle riserve disponibili -, sicché le azioni *proprie* così acquistate, potrebbero essere successivamente annullate per ridurre il capitale <sup>(92)</sup>, sia pure in mancanza dell'opposizione dei creditori, a differenza dell'art. 2473-*bis*, cod.civ. ove, in ogni caso, è esclusa la possibilità di ridurre il capitale per liquidare le azioni del socio escluso <sup>(93)</sup>. Di qui, l'estromissione del socio nella s.p.a. sembra godere di una maggior flessibilità operativa che nelle s.r.l., soprattutto ove si condivida la tesi, avanzata più di recente, per cui, pur certamente ammissibile il riscatto delle quote nelle s.r.l., lo si dovrebbe sottoporre ai limiti di cui all'art. 2473-*bis* quando i requisiti assunti come presupposto di attivazione della clausola siano funzionalmente riconducibili all'esclusione per giusta causa <sup>(94)</sup>, dunque, qualora riguardino situazioni personali del socio o

---

<sup>(91)</sup> V. *supra* p. 2.2

<sup>(92)</sup> Nel caso in cui il diritto di riscatto sia attribuito alla società non pare applicabile l'ultimo comma dell'articolo 2437-*quater*, cod. civ., per cui, in caso di accoglimento dell'opposizione alla riduzione del capitale, la società si scioglie (v. in questo senso C. ESPOSITO, *L'esclusione del socio*, *op. cit.*, p. 103). Giova peraltro osservare come nella dottrina tedesca l'istituto dell' *Angeordnete Zwangseinziehung* di cui al §237 AktG, è tipicamente previsto dal legislatore come peculiare modalità di riduzione del capitale, che si distingue per il fatto che riguarda selettivamente solo le azioni possedute da una parte degli azionisti – quelli che integrano la condizione personale predeterminata nello statuto –, e non tutte le azioni del capitale come negli altri casi di riduzione nominale del valore delle azioni o di raggruppamento delle stesse, v. M. LUTTER, §§237, in *Kölner Kommentar z. AktG*, I, §§221-240, Köln-Berlin-Bonn-München, 1993, *Rdn* 6., p. 783.

<sup>(93)</sup> Si discute piuttosto se in tale situazione nella s.r.l. debba ritenersi la delibera di esclusione inefficace (v. in questo senso G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Commentario al codice civile diretto da Schlesinger*, *cit.*, Milano, 2010, p. 882; F. ANNUNZIATA, sub 2373-*bis*; *contra* per lo scioglimento della società e la partecipazione del socio escluso alla liquidazione O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, *op. cit.*, p. 171, nt. 23; P. PISCITELLO, *Recesso ed esclusione nelle s.r.l.*, *op. cit.*, p. 741.

<sup>(94)</sup> Sul fatto che le clausole di riscatto che si sovrappongano funzionalmente all'istituto dell'esclusione debbano rispettarne la relativa disciplina v. M. CIAN, *Riscatto della partecipazione vs esclusione del socio nella s.r.l.*, in *NLCC* 2020/5, p. 1196 ss., il quale conclude (p. 1198) che «il riscatto è modalità legittima di attuazione dell'esclusione per giusta causa, nella misura in cui non confligga con le regole dell'esclusione».

suoi comportamenti incompatibili con la prosecuzione del rapporto sociale.

L'ultima questione su cui occorre concentrare l'attenzione (che parimenti distingue indefettibilmente il riscatto nella s.p.a. dall'esclusione) in relazione all'effetto di personalizzazione delle regole sociali legato a particolari clausole di riscatto, è il problema dell'esatta interpretazione - speculare a quello di cui all'art. 2355-bis cod.civ. - dell'inciso dell'art. 2437-*sexies* cod. civ., potere di riscatto «da parte dei soci». Si tratta, dunque, di modificare la prospettiva d'indagine dalla soggezione al potere di esercizio di riscatto. Avvalendoci delle osservazioni già sviluppate nel p. 2.3., sembra possibile ammettere la legittimità di clausole che attribuiscono il potere sia ad un gruppo di azioni di categoria<sup>(95)</sup>, sia ai soci individuati *per relationem* in base a predeterminate condizioni personali degli stessi (non, invece, se individuati *ad personam*<sup>(96)</sup>): si pensi all'anzianità partecipativa e/o all'entità della partecipazione, alla sussistenza dei requisiti soggettivi *supra elencati* essenziali per lo svolgimento dell'attività di impresa, al fatto di aver conferito *asset* strategici per la società<sup>(97)</sup>, alla circostanza che un socio sia diventato padre – condizione eventualmente riferibile a un gruppo di azioni attribuite al socio fondatore o in specificazione di altre condizioni soggettive generali – con l'obiettivo di permettergli di acquisire allora le restanti partecipazioni, altrimenti

---

<sup>(95)</sup> In effetti si pone la complessa questione di esattamente intendersi sulla nozione di categoria a cui ci si è riferiti nel testo. Se cioè le azioni selettivamente destinatarie del potere di riscatto siano per ciò stesso una categoria speciale oppure no, essendo necessario nel secondo caso che le azioni siano già destinatarie di un diritto diverso atto a connotarle come azioni di categoria. A favore della prima ricostruzione v. M. VITALI, *Le azioni riscattabili, spec.* p. 148 ss., CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima* n. 99 del 18 maggio 2007, *Azioni riscattabili e introduzione della clausola di riscatto*; a favore della seconda, v. L. CALVOSA, *La clausola di riscatto*, p. 228 ss.; C. COSTA, *Le assemblee speciali, cit.*, p. 528; F. FERRARA JR. - F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*. 1994, Milano, p. 417; A. BENUSSI, *Considerazioni in ordine alla estromissione forzosa del socio, op. cit.*, p. 89; G. DE CECCO, *Conversione e convertibilità dei titoli azionari, op. cit.*, p. 332, il quale in particolare segnala come dal principio stabilito nella normativa europea per cui le modifiche delle condizioni di riscatto non potrebbero avvenire per azioni già emesse (dal quale molti autori riconoscono un'area di intangibilità a maggioranza delle clausole di riscatto), deriverebbe l'incompatibilità con il regime dell'art. 2376. In realtà come vedremo (v. p. 4.1.), non è da escludere che particolari clausole di riscatto possano essere introdotte a maggioranza, sicché in questo caso non è da escludersi l'ammissibilità di una categoria di azioni riscattabili, se si aderisce alla preferibile tesi estensiva sulla natura dei diritti diversi di categoria.

<sup>(96)</sup> A favore del diritto di riscatto riconoscibile a singoli soci v. ad es. N. DE LUCA, *Ancora sulle clausole statutarie di accomodamento e trascinarsi (tag e drag along). Possono essere introdotte a maggioranza?*, in *Banca borsa, Tit. cred.*, 2013, II, p. 74; L. GUERRINI, *sub art. 2437-*sexies**, in *Commentario delle società*, a cura di G. Grippo, II, Torino, 2009, p.843; G.B. PORTALE, *Tra diritto dell'impresa e metamorfosi della s.p.a., op. cit.*, p.116, ove anche ampi richiami comparatistici agli ordinamenti ove si ammettono clausole di riscatto con potere assegnato *ad personam*.

<sup>(97)</sup> M. VITALI, *Le azioni riscattabili, op. cit.*, p. 167, il quale immagina anche il potere di riscatto attribuito a tutte le azioni in subordine alla condizione sospensiva del fatto di mantenere la carica di amministratore.

in possesso di parenti meno stretti <sup>(98)</sup>). Anche qui, specularmente a quanto già registrato negli istituti del diritto di voto e dei limiti alla circolazione, l'apposizione di una condizione soggettiva a tutte le azioni del capitale, purché suscettibile di essere integrata anche da soci futuri, sembra profilarsi come tecnica alternativa alle categorie azionarie nell'attribuire o meno in modo differenziale tra i soci una data situazione attiva sociale, caratterizzandosi certamente rispetto a quest'ultima per un innegabile maggior tasso di personalizzazione delle azioni. È vero, infatti, che il potere di riscatto è attribuito *impersonalmente*, ma è vero altrettanto che non è possibile negare, anche qualora si voglia sottolineare il fatto che il veicolo per l'attribuzione della situazione soggettiva rimanga l'azione, l'indubbia rilevanza all'interno dell'organizzazione societaria di circostanze riguardanti la sfera personale dei soci <sup>(99)</sup>.

*4.1 La predeterminazione statutaria di astratte condizioni personali dei soci quale tecnica generale di personalizzazione delle situazioni soggettive sociali nella società per azioni che non ricorre al mercato del capitale di rischio. Condizioni personali e categorie di azionisti.*

Come si è approfondito lungo l'argomentazione sviluppata nel secondo capitolo, l'istituto della maggiorazione del voto per un verso si affianca, per la sua affinità morfologica, all'art. 2351, comma terzo, cod. civ. nel costituire un frammento della disciplina della società per azioni ove emerge nitidamente il rilievo della situazione personale dei soci nella diversificazione del diritto di voto. Per altro verso, la maggiorazione del voto si differenzia rispetto al voto per tetti o scalare per l'innesto di un ulteriore margine di "personalizzazione", poiché la situazione personale del socio assunta come evento della condizione da cui dipende l'intensità del voto delle azioni da questi possedute, prescinde da qualsiasi riferimento al numero delle stesse ed attiene a un interesse, quello dell'orizzonte temporale di investimento, tipicamente variabile in funzione della categoria di soci che investono nella società.

In effetti, se si condivide la prospettiva "qualificatoria" – approfondita nel secondo capitolo – per cui lo strumento della condizione, anche qualora abbia ad oggetto eventi di natura personale, possa, ciò nondimeno, incidere – in modo intermittente - sul "contenuto" dell'azione, l'effetto sistematico che ne deriverebbe, è quello di potersi considerare l'istituto della

---

<sup>(98)</sup> V. M. CIAN, *Riscatto della partecipazione vs esclusione*, op. cit., p. 1200

<sup>(99)</sup> Cfr. anche M. VITALI, p. 166 s., p. 169, il quale comunque sottolinea, anche nelle clausole ove il potere di riscatto è subordinato a particolari situazioni soggettive dell'azionista, la rilevanza centrale dell'azione nella veicolazione del potere di riscatto; allo stesso tempo l'autore argomenta che attraverso questa tecnica mediata, basata su un riferimento indiretto al socio, sia comunque consentito perseguire finalità, meritevoli di tutela, di personalizzazione della partecipazione azionaria.

maggiorazione del voto una norma non necessariamente eccezionale nelle società per azioni non quotate. La maggiorazione del voto, infatti, rappresenterebbe una *species* della fattispecie delle azioni a voto plurimo subordinato a condizioni (personali) non meramente potestative di cui all'art. 2351, comma quarto cod. civ. e, specularmente, quindi, l'art. 127-sexies T.u.f., allorché vieta l'introduzione di ulteriori *species* di azioni a voto plurimo nelle s.p.a. (già) quotate, assumerebbe allora (anche) l'importante funzione sistematica di evidenziare la natura *eccezionale* della tecnica del voto subordinato a condizioni soggettive nell'ambito di quest'ultimo modello di s.p.a. <sup>(100)</sup>. E si potrebbe osservare che ciò sarebbe coerente da un punto di vista sistematico, in relazione alla correlazione biunivoca che sembra esservi tra negoziazione delle azioni sul mercato del capitale di rischio e spersonalizzazione e fungibilità della partecipazione. Dunque, l'anzianità partecipativa deve costituire elemento indefettibile di qualsivoglia condizione personale alla quale sia subordinato il diritto di voto delle azioni di una s.p.a. quotata (in alternativa o in combinazione al voto per tetti o per scaglioni nella sua configurazione tipica), potendo forse eventualmente immaginarsi una solo eventuale integrazione della stessa (o della fattispecie del voto di cui all'art. 2351, comma terzo cod.civ.), mediante ulteriori condizioni personali specificative <sup>(101)</sup>. Parrebbe legittimo anche applicare

---

<sup>(100)</sup> Certo, così opinando si incorrerebbe nel dubbio se una società chiusa che abbia introdotto delle azioni a voto plurimo con voto subordinato ad eventi di natura personale *atipici* (poiché diversi dall'anzianità partecipativa o dall'entità della quota di partecipazione) e si sia in seguito quotata, possa conservare tali azioni anche successivamente all'ammissione a quotazione in un mercato regolamentato. Il punto è delicato, come del resto assai peculiare ci è parsa la scelta del legislatore italiano di ammettere o meno le azioni a voto plurimo solo per le società quotate che le avevano introdotte prima della quotazione. Pur non potendosi qui esplorare adeguatamente il punto, sembra comunque da escludersi la possibilità per una società quotata di conservare le clausole in discorso poiché solo l'orizzonte sistematico delle società per azioni non quotate sembra compatibile, con manifestazioni atipiche (nel senso che si è precisato nel testo) della tecnica della diversificazione delle situazioni soggettive sociali in subordine a condizioni personali dei soci).

<sup>(101)</sup> Nel senso che sia possibile subordinare «la maggiorazione [...] «al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative»» tra cui, rientrerebbero «situazioni oggettive o *soggettive* non discriminatorie perché di portata generale» (corsivo mio) v. P.G. MARCHETTI, *Il voto maggiorato nelle società quotate*, op. cit., p. 8; si veda anche lo spunto di E. PEDERSOLI, *L'(irr)ilevanza delle modifiche “potenziali” ai fini del diritto di recesso ex art. 2437 cod. civ., nell'ambito della disciplina del voto maggiorato o maggiorabile*, op. cit., secondo il quale «sarebbe legittima la previsione di requisiti soggettivi ulteriori rispetto a quelli previsti dalla legge per l'esercizio del voto maggiorato». L'autore esemplifica il caso in cui «il voto maggiorato [venga attribuito] solo a quei soci che detengano le azioni della società da almeno 24 mesi, ma a condizione che tra questi non ve ne sia uno che svolga una attività in (effettiva) concorrenza con l'attività svolta dalla società partecipata, con il rischio che quest'ultima si trovi esposta a criticità sotto il profilo antitrust», *contra* ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e maggiorato*, p. 503. Per considerazioni attente alla evoluzione delle pronunce della Corte di Giustizia UE e al trend sistematico di convergenza del diritto del mercato dei capitali europei in relazione anche alla tecnica delle “condizioni personali” dei soci v. A. VICARI, *Strutture “dual class” e diritti diversi “soggettivi” nelle società per azioni (alla*

le condizioni soggettive tipiche nell'ambito del diritto di voto, cioè l'ammontare della quota di partecipazione e l'anzianità partecipativa, anche con riferimento ad altre situazioni soggettive sociali. Basti pensare, con riferimento alla prima, ai limiti al possesso delle azioni, come già visto ritenuti compatibili con la quotazione <sup>(102)</sup>, ma si pensi anche ad altre fattispecie come quella dell'informazione privilegiata per categorie di azionisti: sia intesi in termini tecnici come possessori di una categoria speciale <sup>(103)</sup>; ma anche quali soggetti che integrino la predeterminata condizione personale di avere una certa anzianità partecipativa – almeno i ventiquattro mesi di cui all'art. 127- *quinquies* T.u.f. – o una certa soglia di partecipazione al capitale <sup>(104)</sup>.

Diversamente, nella s.p.a. non quotata, come si accennava, lo scenario cambia radicalmente. Sembrerebbe, invero, possibile, per effetto della menzionata qualificazione, subordinare il diritto di voto anche in base a condizioni personali *atipiche* diverse dall'entità della quota di partecipazione o dall'anzianità partecipativa <sup>(105)</sup>, pur rinviando al proseguo una

---

*luce della giurisprudenza della Corte di Giustizia UE*), 2022, destinato agli *Scritti in onore di Paolo Montalenti*, in corso di pubblicazione, consultato per gentile cortesia dell'Autore.

<sup>(102)</sup> V. *spec.* sul punto la giurisprudenza già menzionata alla nota 36 a cui *adde* le comunicazioni della Consob

<sup>(103)</sup> In questi termini, alla dottrina già citata supra alla nota 3, *adde* con specifico riguardo alle società quotate, A. SACCO GINEVRI, *I flussi informativi con gli azionisti di categoria fra "market abuse regulation" e dinamiche dei mercati finanziari*, in *Riv. trim. dir. econ.* 2020, p. 286 e S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, Milano, 2022, p. 298; nella dottrina tedesca vedi in questo senso già H. FLEISCHER, *Investor Relations und informationelle Gleichbehandlung im Aktien-, Konzern- und Kapitalmarkt*, in *ZGR*, 2009, p. 525.

<sup>(104)</sup> Cfr. sul punto anche le considerazioni, per vero, se ben si è inteso, meno restrittive, di S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, *op. cit.*, p. 299-306.

<sup>(105)</sup> Nell'ambito del diritto di voto si è registrato in questa direzione più di recente un orientamento (sia pure ancora minoritario) che riconosce spazio a differenziazione del diritto di voto in base alla condizione personale dei soci; v. A. POMELLI, *Autonomia statutaria e parità di trattamento tra i soci: il caso dei limiti al possesso di quote sociali differenziati per categorie di soci*, in *Giur. comm.*, 2007/II, p. p. 866, il quale ritiene che «l'introduzione, con modificazione statutaria, di limiti al voto differenziati in base a diverse tipologie o categorie generali di azionisti non sarebbe di per sé illegittima, se motivata dall'interesse della società, salva la difficile prova da parte del socio che si ritenga danneggiato che la maggioranza abbia abusato dei propri diritti nell'adottare la delibera o che la stessa sia contraria a buona fede in quanto in realtà dettata al fine esclusivo di pregiudicare uno o più soci determinati». In dottrina v. anche M. CIAN – C. SANDEI, *La partecipazione azionaria*, *op. cit.*, p; G.A. RESCIO, *Tetti di voto, tetti di partecipazione*, *op. cit.*, p. 242; in questa direzione sembrerebbe anche I. POLLASTRO, *Il voto condizionato nella s.p.a.*, *op. cit.*, p. 74 ss., p. 188 s. In giurisprudenza, in senso favorevole, v. di recente l'ord. del Tribunale di Milano, 2 giugno 2022, il cui testo è reperibile in *Il societario.it*, che ha ritenuto valida la clausola di una s.p.a. in cui era previsto un voto plurimo sospensivamente condizionato all'evento futuro e incerto rappresentato dalla nomina del socio quale amministratore e subordinato alla condizione risolutiva della cessazione del rapporto di amministrazione da parte del socio o del compimento dei 75 anni di età».

più esatta perimetrazione e calibratura della (dirompente) <sup>(106)</sup> portata sistematica di questa asserzione.

Inoltre, se si immagina una società per azioni il cui statuto diversifichi la circolazione delle azioni in base alla “tipologia” di socio che investe, sia da una prospettiva *ex ante*, ma anche *ex post, durante societate*, sembra ragionevole propendere, almeno come canone tendenziale, per una possibile estensione della tecnica di subordinazione dei diritti sociali in base a predeterminate condizioni personali dei soci anche per altre situazioni soggettive sociali. Invero, se come ricostruito sembra possibile prevedere una personalizzazione del rapporto in relazione ad aspetti così importanti dell’investimento azionario – suscettibili del resto di assumere un valore economico significativo e quindi di incidere sulla fungibilità dei titoli azionari – quali le condizioni di ingresso nella compagine, di variazione della misura della partecipazione, e financo di uscita dalla società, lo stesso dovrebbe, a rigore, valere anche per

---

<sup>(106)</sup> Secondo la dottrina italiana tradizionale simili clausole non sarebbero invero ammissibili, v. infatti v. L. CALVOSA, *La partecipazione eccedente e i limiti al diritto di voto*, *op.cit.* p.203-205; secondo la quale nell’ordinamento italiano non sarebbe necessario replicare un esplicito divieto di attribuire il limite di voto ad azionisti determinati come in altri ordinamenti europei, in virtù dell’immanenza del principio della parità di trattamento, idoneo già a scongiurare l’ammissibilità delle clausole in discorso; nello stesso senso v. R. SACCHI, *L’intervento e il voto nella s.p.a.*, *op. cit.*, p. 208; V. SANTORO, *sub art. 2351 c.c.*, in *La riforma delle società*, *op. cit.* p.151; secondo il quale non sarebbero legittimi per violazione del principio di parità di trattamento né “limiti a carico di un particolare socio”, né limiti a carico di “una particolare categoria di soci”, degli appartenenti ad una determinata famiglia, ad un’organizzazione politica o sindacale e così via” (*corsivo mio*); v. altresì A. STAGNO D’ALCONTRES, *sub art. 2351*, in *Le società di capitali*, *op. cit.*, p.307 e N. ABRIANI, *sub art. 2351*, 1-4 *comma*, in *Il nuovo diritto societario*, *op. cit.*, p.326.

In Germania si ritiene che, in virtù del §134, I, 4 «Die Beschränkungen können nicht für einzelne Aktionäre angeordnet werden» la regola del diritto di voto massimo o scalare possa essere introdotta o allo stesso modo per tutti gli azionisti o anche, ove ritenuto possibile, per una *preesistente* categoria di azioni. Si osserva anche qui comunemente che riferire il limite di voto a uno o più soggetti determinati o determinabili violerebbe da un lato la parità di trattamento, dall’altro (indirettamente) il divieto di voto plurimo di cui al § 12, 2 *AktG*, in questo senso v. più di recente S. GRUNDMANN p. 394 s., U. HÜFFER-KOCH, *sub §134, Aktiengesetz*<sup>13</sup>, *op. cit.*, *Rn.* 14; M. ARNOLD, *sub §134, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, a cura di Kropff, Semler, 2014, *Rn.* 12; V. BUTZKE, *Die Hauptversammlung der Aktiengesellschaft*<sup>5</sup>, 2011, *Rdn* E 21; e già W. ZÖLLNER, §134 in *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, 1985, *Rn.* 46. Quindi la regola deve essere generale, anche se il suo effetto in concreto può essere disuguale, perché la limitazione incide solo sugli azionisti le cui partecipazioni superino le soglie. Questa disuguaglianza di trattamento degli azionisti è ammessa solo nell’ ipotesi in cui la soglia venga determinata in base al numero di azioni con diritto di voto detenute dall’azionista interessato - o da persone correlate, sicché l’utilizzo di altri criteri (tra cui in ipotesi quello di caratteristiche soggettive dei soci) condurrebbe a ipotesi di «indirekten diskriminierung» di cui al § 53A *Aktg* (su cui in generale v. H. FLEISCHER, § 53A, in *Aktiengesetz*<sup>3</sup>, z. Schmidt, Lutter, 2015, p. 28 ss. e H. WIEDEMANN, *Gesellschaftsrecht*, Band I, Grundlagen, 1980, p. 429). Nella dottrina spagnola adducono una violazione della parità di trattamento nel caso di limiti di voto per categorie di azionisti A. TOBIO RIVAS, *Limitaciones de los derechos de asistencia y voto del accionista*, *op. cit.*, p.157 ss. e A. RECALDE CASTELLS, *Limitacion estatutaria del derecho de voto en las sociedades de capitales*, *op. cit.*, p. 147 ss.



la diversificazione delle altre situazioni soggettive sociali che contraddistinguono la partecipazione del socio nella s.p.a. nello svolgersi della vita societaria, quale, in *primis*, proprio il diritto di voto, ma anche l'ampia fattispecie dei diritti amministrativi diversi dal voto o dei diritti patrimoniali <sup>(107)</sup>. Si pensi, riprendendo l'esempio dei diritti informativi, a una differenziazione statutaria che rafforzi l'intensità dei diritti di informazione al di sopra del *floor minimo* <sup>(108)</sup> costituito dall'art. 2422 comma primo cod. civ. (ovvero il diritto di ispezione del libro dei soci e delle deliberazioni dell'assemblea), ovvero che riguardi un diritto ad un informazione privilegiata da parte del c.d.a. su determinati argomenti od operazioni, in funzione dell'anzianità partecipativa dei soci (per rafforzarne il *commitment*) ma anche, nelle s.p.a. non quotate anche per altre condizioni personali, legate ad es. alla particolare "natura" giuridica (v. *infra* 5.3) del socio; e lo stesso si potrebbe predicare anche con riguardo a particolari norme statutarie che stabiliscano un sistema di elezione delle cariche amministrative o di controllo in cui sia prevista l'elezione di amministratori di minoranza o di sindaci secondo la tecnica del voto di lista, selettivamente presentabili da predeterminate categorie di azionisti <sup>(109)</sup>.

---

<sup>(107)</sup> Sul fatto che l'entità della quota di partecipazione e l'anzianità partecipativa non costituiscano le uniche condizioni soggettive mediante sia possibile diversificare diritti diversi (anche dal voto) v. più di recente la Massima n. 184 del CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, "*Attribuzione di diritti diversi al ricorrere di condizioni soggettive dei soci*", del 3 dicembre 2019. In termini più cauti si vedano già M. CIAN - C. SANDEI, *La partecipazione azionaria*, op. cit., p. 152 s., i quali si mostrano possibilisti circa la legittimità di limiti di voto per *categorie di soci* in ragione di parametri diversi dal possesso azionario, e lo stesso anche per quanto riguarda altri diritti amministrativi c.d. minori e per i diritti patrimoniali. Con riguardo alla possibile estensione della tecnica di subordinazione delle situazioni soggettive sociali in base a condizioni personali dei soci nell'ambito dei diritti patrimoniali si v. anche già G.A. RESCIO, *Clausole di maggiorazione del dividendo nell'evoluzione del sistema delle società azionarie*, op. cit., p. 286; P. SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, op. cit., p. 183 ss.; R. CUGNASCO, *Commento all'art. 127 quater in Commentario al T.u.f.*, a cura di Vella, t. II, Torino, 2015, p. 1404; ID. *La maggiorazione del dividendo nelle società quotate*, in *Riv. dir. comm.* 2011, p. 934 ss., 976 ss.; e, più di recente, lo studio di M. FERRARI, *il principio di proporzionalità negli aspetti patrimoniali dell'investimento societario*, Tesi di dottorato in Diritto Commerciale Interno e Internazionale con sede in Università Cattolica di Milano, 2015, *spec.* p. 51 ss. e 73 ss.

<sup>(108)</sup> Come è noto, la dottrina dominante ritiene il diritto (individuale) di cui all'art. 2422, comma primo insopprimibile, v. in questo senso R. COSTI, *Note sul diritto di informazione e di ispezione del socio*, in *Riv. Soc.* 1963, p. 67 ss., *spec.* p. 72 s. e più di recente M. PORTALE, *sub 2422*, in *Le società per azioni*, a cura di Abbadessa e Portale, I, op. cit., p. 2149 ss., *spec.* p. 2152.

<sup>(109)</sup> Il tema del diritto alla nomina di membri dell'organo amministrativo o di controllo come diritto diverso di una categoria di azioni è tema assai dibattuto da tempi risalenti. Rispetto a iniziali posizioni più restrittive, che hanno sovente invocato il primato della competenza assembleare e il principio di proporzionalità di rischio e potere, v. A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, op. cit., p. 114 ss.; G. SCALFI, *Clausole particolari per la nomina degli amministratori di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1971, p. 40 ss.; G. CASELLI, *Problemi in tema di nomina*

Del resto, occorre aggiungere che, anche chi propende per visioni più “tradizionali” del principio di eguaglianza delle azioni, riconosce che nella sostanza è possibile discriminare gli azionisti per tipologie (o categorie) mediante limiti alla circolazione differenziati <sup>(110)</sup>; inoltre, seguendo questa via, sembra logico assumere che, se è ammissibile addirittura inibire il trasferimento delle azioni a un soggetto che non integri predeterminati requisiti soggettivi, lo dovrebbe essere anche lo stabilirsi che, nel caso di alienazione delle azioni a un soggetto che non integri quegli stessi requisiti, non sia pregiudicato l’effetto del trasferimento nei confronti

---

*degli amministratori di società per azioni*, in *Contr. e impr.*, 1989, I, p. 69 ss.; P.M. SANFILIPPO, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, Torino, 2000, p. 337 ss.; G. D’ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci*, *op. cit.*, p. 181 ss.; salvo comunque segnalazioni di una prassi attenta e sensibile al tema v. infatti e S. PESUCCI PACCHI, *Gli amministratori di società per azioni nella prassi statutaria*, in *Riv. soc.*, 1974, p. 606 ss. e proposte minoritarie volte all’apertura a diritti di nomina per categorie azionarie v. A.M. LEOZAPPA, *Nomina delle cariche sociali e categorie azionarie*, in *Giur. Comm.*, 1996, I, p. 813 s., si è arrivati dopo la riforma del 2003, con la liberalizzazione delle categorie azionarie e l’erosione dei limiti di alterazione della proporzionalità capitalistica ad orientamenti favorevoli, v. in particolare A. ANGELILLIS-M. VITALI, Art. 2351 c.c., cit., 470; U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 975 N. ABRIANI, *La partecipazione azionaria*, *op. cit.*, p. 307 e la Massima 142 del CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, del 19 maggio 2015, *Categorie di azioni e diritto di nomina di amministratori e sindaci*, secondo cui «è legittima la clausola statutaria che attribuisce a una o più categorie di azioni, quale “diritto diverso” ai sensi dell’art. 2348 c.c., il diritto di nominare uno o più componenti del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale, o del consiglio di sorveglianza nel sistema dualistico. Il numero degli amministratori, dei sindaci o membri del consiglio di sorveglianza nominabili da ciascuna categoria non deve necessariamente essere proporzionale al numero delle azioni della categoria medesima, né al numero dei voti ad esse spettanti, bensì può coincidere anche con la maggioranza o la totalità dei componenti dell’organo. Resta fermo il limite stabilito dall’art. 2351, comma 2, ult. frase, c.c., in forza del quale le azioni a voto “non pieno” (e pertanto anche quelle cui non spetta il diritto di nominare o di partecipare alla deliberazione di nomina di amministratori e sindaci) non possono comunque eccedere la metà del capitale sociale». V. anche la massima 47/2014, del CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, *Categorie di azioni a voto plurimo e nomina delle cariche sociali*, secondo cui «è legittima la clausola dello statuto di una società per azioni non quotata con sistema tradizionale di amministrazione e controllo, che preveda la divisione del capitale in due distinte categorie di azioni, attribuendo a ciascuna di esse un diritto di voto plurimo sulle deliberazioni aventi ad oggetto, rispettivamente, la nomina degli amministratori e la nomina del collegio sindacale. E’ legittima la clausola dello statuto di una società per azioni non quotata con sistema tradizionale di amministrazione e controllo, che riconosca a due distinte categorie di azioni il diritto di nominare, rispettivamente, la maggioranza (o la totalità) dell’organo di amministrazione e la maggioranza (o la totalità) dell’organo di controllo, purché ciascuna di tali categorie sia titolare della maggioranza dei diritti di voto esercitabili nelle deliberazioni aventi per oggetto, rispettivamente, la nomina degli amministratori e la nomina del collegio sindacale».

Peculiare e più vicina a quanto esposto nel testo è la posizione di F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma*, Milano, 2004, p. 70 secondo il quale «possono essere previste nello statuto (..) diverse categorie di azionisti (es. pubblici o privati), a ciascuna delle quali sia riservato un certo numero di amministratori».

<sup>(110)</sup> Cfr. ad. es. M. LIBERTINI-A. MIRONE-P. SANFILIPPO, *sub 2348*, in *Commentario romano*, *op. cit.*, p.245 testo e nt. 1, i quali sebbene ricordino il tradizionale principio dell’inammissibilità nella s.p.a. di categorie di azionisti, precisano che «in pratica però è possibile discriminare indirettamente gli azionisti anche su base soggettiva, ponendo dei limiti soggettivi alla circolazione delle azioni appartenenti a questa o quella categoria»

della società, ma sia associata la conversione delle azioni, o meglio, la modifica del loro contenuto, con la perdita o la modifica di uno o più specifici diritti diversi <sup>(111)</sup>. In effetti, con riguardo all'istituto della convertibilità statutaria delle azioni (tutte o anche di categoria) in ragione di eventi predeterminati dallo statuto si è manifestato un crescente interesse in dottrina <sup>(112)</sup>: per quanto più giova alla nostra prospettiva di indagine, l'interesse sorge in particolare per le clausole di convertibilità statutaria in subordine a un accadimento riguardante la situazione personale dei soci dottrina. Da quest'ultimo angolo visuale, ci sembra che il condizionamento del voto in subordine a una situazione personale, o un limite di restrizione soggettiva della circolazione, non costituiscono altro che sottoinsiemi (non già distinti insieme tra loro intersecati) della fattispecie, più generale, della conversione del titolo azionario innescata dal realizzarsi di quei medesimi eventi personali che si volessero ritenere legittimi per le menzionate situazioni soggettive sociali <sup>(113)</sup>. In altre parole, se si ammettesse una clausola statutaria che preveda un rafforzamento del voto in base all'anzianità partecipativa dei soci, unitamente ad es. a un diritto di prelazione o gradimento attribuito al decorso dello stesso

---

<sup>(111)</sup> In questa direzione v. G.A. RESCIO, *Clausole di maggiorazione del dividendo*, *op. cit.*, *spec.* p. 292 s. testo e nota 29.

<sup>(112)</sup> Tra i primi autori ad evocare la possibilità della convertibilità statutaria di titoli azionari v. A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, *op. cit.*, p. 118 ss., secondo il quale il privilegio non deve avere il carattere della continuità, essendo ammissibili azioni a voto privilegiato con termine iniziale o finale, o sottoposte a condizioni sospensiva o risolutiva, v. anche G.B. PORTALE, *Conversione automatica al momento della quotazione di azioni di altra categoria in azioni di risparmio*, in *Riv. soc.*, 1986, p. 568 ss.; M. NOTARI, *sub* 2348 in *Azioni*, *op. cit.*, p. 171, nt. 43 il quale chiarisce che in tale ipotesi «lo statuto non si limiterebbe a prefigurare in astratto l'emissione di una particolare categoria di azioni *in virtù di una successiva modifica statutaria*, (...) bensì dovrebbe prevedere una o più ipotesi di emissione di azioni della categoria potenziale *non dipendenti da un'ulteriore deliberazione di modificativa dello statuto*» (corsivo dell'autore). Più di recente, v. G. DI CECCO, *Conversione e convertibilità dei titoli azionari*, *cit.*, per un'ampia analisi sull'istituto, attenta a ricostruire sia la disciplina riguardante la conversione delle azioni (a partire dall'art. 2350, comma secondo cod. civ.), ma anche a delineare un più ampio ambiente sistematico, attraverso l'approfondimento delle varie nozioni di conversione (v. p. 35 ss.), tra cui, per quanto maggiormente qui interessa, quella della convertibilità statutaria delle azioni (su cui v. *spec.* p. 245 ss.). In dottrina circa la convertibilità delle azioni cfr. anche A. ABU AWDAD, *Profili di tutela delle azioni convertibili*, in *Liber amicorum Abbadessa*, *op. cit.*, I, p. 459 ss.; e I. POLLASTRO, *Il voto condizionato*, *op. cit.*, *spec.* p. 234 ss.

<sup>(113)</sup> In senso contrario v. I. POLLASTRO, *Il voto condizionato*, *op. cit.*, p. 241, secondo la quale, tra condizionamento del voto e conversione rimarrebbe sempre una netta differenza, sebbene «l'effetto del realizzarsi dell'evento dedotto in condizione potrebbe non discostarsi in nulla dal risultato derivante da un'operazione di conversione, la differenza in punto di effettiva modifica della struttura di capitale pare persistere». Invero, se si condivide quanto osservato nel testo (è legittima la clausola statutaria che predetermini la conversione delle azioni a seconda dell'avverarsi di predeterminate condizioni personali del socio che le detiene) diviene chiaro che il condizionamento del voto in subordine a una condizione soggettiva non è altro che solo un "tassello" del contenuto dell'azione tra i vari che possono mutare nel caso della conversione. Ciò che occorre sottolineare è infatti che la potenziale convertibilità, in linea con quanto più volte fin qui, è un'attitudine che ha il carattere della *stabilità*, poiché potrà riguardare tutti i soci futuri che si troveranno a possedere azioni con tale regola.

lasso temporale, sarebbe arduo negare che il titolo azionario non si “converta” al decorso del suddetto periodo ma, beninteso, il titolo azionario conserverà comunque la “potenziale” convertibilità anche qualora esso sia alienato ad un nuovo socio.

Ad ogni modo, prima di allora approfondire quanto osservato mediante una *generale* tassonomia delle condizioni personali ammissibili, non specificatamente per ogni diritto, ma, a questo punto, adottando una prospettiva più generale, in funzione dei vari principi che di volta in volta verranno più direttamente coinvolti, sembra sin d’ora opportuno sottolineare la netta delimitazione dei concetti di categorie di azioni (specie quando il diritto diverso venga subordinato ad una astratta condizione personale del socio) e *categorie di azionisti*. È infatti nitida la sensazione che l’utilizzo della tecnica della subordinazione delle situazioni soggettive sociali a una condizione personale del socio, anche qualora si prediliga un’interpretazione che tenti di ricondurre tali clausole nel perimetro contenutistico dell’azione (e, invero, sia nel caso di regola selettivamente riferita a un gruppo di azioni – con l’effetto potenziale di poter essa sola fondare una categoria azionaria – che in quello di “regola generale” trasversalmente riferita a tutte le azioni del capitale), dischiude comunque l’emersione a livello “sociale” degli interessi di un particolare socio o gruppi di soci (di quelli che già integrano o si troveranno ad integrare la situazione personale prevista in statuto) di cui allora andrà indagata (se del caso) la tecnica di tutela – come vedremo il recesso e non l’art. 2376 cod. civ. –, e a cui allora, in definitiva, pare corretto riferirsi, con valenza non solo *atecnica*, ma con piena dignità giuridica, come «*categorie di azionisti*» <sup>(114)</sup>.

---

<sup>(114)</sup> Sembra allora non più del tutto condivisibile l’osservazione di R. COSTI, *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali (parere pro veritate)*, in *Giur.comm.*, 1990, I, p. 566, secondo il quale è «bene precisare che il nostro codice non conosce il concetto di categoria di azionisti; di categoria di azionisti si può parlare, con terminologia profana, per indicare l’insieme dei possessori di azioni, di tutte le azioni, che appartengono a una medesima categoria di azioni, ossia come mero riflesso soggettivo della nozione di categoria di azioni». Anche G. P. LA SALA, *sub 2346 co 1,2 e 3*, in *La società per azioni, op cit.*, p. 465, pur ammettendo condizioni (anche soggettive) indipendenti dal possesso azionario nell’ambito del diritto di voto, dalle quali fisiologicamente possono scaturire effetti non omogenei sulle posizioni dei soci in base alla loro condizione personale, sostiene che anche in tali ipotesi il principio di *spersonalizzazione* non verrebbe violato e che tali clausole non sarebbero comunque idonee a «istituire categorie di azionisti». Attribuiscono invece possibile valore giuridico al concetto di «categorie di soci» o «categorie di azionisti», M. CIAN - C. SANDEI, *La partecipazione azionaria, op. cit.*, p. 153 secondo i quali, con approccio più cauto avvertono che «la possibilità di arricchire (invece che di limitare) la partecipazione di alcune tipologie o categorie generali di soci in dipendenza di presupposti legati alle caratteristiche soggettive di questi ultimi rappresenta un passo ulteriore e assai più delicato, che esula dal meccanismo del terzo comma dell’art. 2351 c.c., e che richiederebbe di essere meditato molto attentamente perché legittimarlo vorrebbe dire ammettere il rischio di bypassare completamente il tramite delle azioni nella definizione dei diritti in concreto spettanti a ciascun socio, o almeno ammettere che il contenuto delle azioni possa variare temporaneamente, senza però dar

4.2. (...) segue *Eguaglianza e impersonalità. La tesi che richiede l'integrabilità della condizione, ai fini della sua legittimità, per qualsiasi socio attuale e futuro come corollario del principio di spersonalizzazione "assoluta" della partecipazione. Critica.*

Al fine di discernere quali tipologie di condizioni soggettive atipiche possano essere suscettibili di costituire gli eventi oggetto della condizione applicata (secondo la proposta interpretativa ipotizzata in via generalizzata, cioè anche per diritti diversi dal voto) nelle società non quotate, bisogna anzitutto preliminarmente osservare che in entrambe le fattispecie tipiche ove il diritto di voto è subordinato a una condizione personale – l'entità della partecipazione e l'anzianità partecipativa -, *qualunque* indeterminato socio (attuale o futuro) potrebbe, secondo un giudizio prognostico, in astratto, integrarle. Ciò consentirebbe, come si è osservato a proposito delle limitazioni *atipiche* del diritto di voto derivate dall'art. 2351, comma terzo cod. civ. , di preservare, oltre all'esigenza di fungibilità oggettiva delle azioni - assicurata dal fatto che tutte le azioni sarebbero sottoposte alla medesima condizione -, anche, sia pur indirettamente, la fungibilità soggettiva dei potenziali acquirenti delle azioni, poiché in ipotesi tutti potrebbero in astratto trarre il medesimo valore dal bene (le azioni) oggetto di negoziazione nel mercato <sup>(115)</sup>. In effetti, netta rimarrebbe comunque la distinzione rispetto ai diritti particolari ex art. 2468, comma quarto cod. civ. nella s.r.l. (almeno se intesi come diritti particolari "*ad personam*" e non "*per relationem*") e artt. 2340 - 2341 cod.civ. nella s.p.a, ove, invece, l'assegnazione del diritto rafforzato avviene su base individuale e personale.

Preferire la summenzionata applicazione "indiretta" del principio di spersonalizzazione azionaria <sup>(116)</sup>, se sul piano formale sembra garantire apparentemente un maggior ossequio ai tradizionali principi tipologici della s.p.a., si espone però alla critica, sul piano sostanziale –

---

vita a una categoria di azioni» e G.A.RESCIO, *Tetti di voto, tetti di partecipazione, op. cit.*, p.242, ove l'affermazione per cui «non pare azzardata la conclusione che le categorie di azionisti rappresentino oggi un lecito e più diretto strumento (alternativo alle categorie di azioni) di aggregazione degli interessi contrattualmente rilevanti nelle società azionarie tutte le volte che tali interessi siano suscettibili di essere differenziati e soddisfatti mediante la creazione di gruppi di soci portatori di interessi omogenei non del tutto coincidenti con gli interessi di altri gruppi», ove queste "categorie di azionisti" possono identificarsi (p.234) « in positivo o in negativo, in tutti i soci che siano o non siano: dipendenti della società o del gruppo di appartenenza; azionisti "stabili" (previa determinazione dei presupposti della "stabilità"); investitori istituzionali; azionisti residenti nei territori in cui opera la società, ecc.».

<sup>(115)</sup> V. in questo senso G.P. LA SALA, *Principio capitalistico, op. cit.*, p. 185 s; ID, *sub* 2346 co 1,2 e 3, in *La società per azioni, op cit.*, p. 465. Tale nozione di eguaglianza è condivisa anche da M. FERRARI, *op. ult. cit.*, p. 73, secondo il quale le condizioni indipendenti dal possesso azionario per essere legittime devono essere «predeterminate e potenzialmente riferibili ad ogni azionista».

<sup>(116)</sup> Così C. ANGELICI, *Principi e problemi, op. cit.*, p. 240 a proposito della tesi di La Sala.

come è già trapelato nell'approfondimento di alcuni aspetti della disciplina della circolazione della partecipazione azionaria –, di non assicurare di per sé una maggiore coerenza rispetto all'interesse sociale rispetto ad altre condizioni soggettive che non sembrano rispettare pienamente sul piano formale questo criterio. D'altronde, questo criterio di supposta assoluta *impersonalità* non sembra per vero garantire nemmeno una piena ed effettiva aderenza, pur indiretta, al canone della piena fungibilità soggettiva degli azionisti. A quest'ultimo proposito, basti pensare proprio alla maggiorazione del voto: se è vero che qualsiasi socio futuro in astratto potrebbe conseguire il beneficio del voto, è altrettanto chiaro che l'incentivo ha un "costo" diverso in funzione della natura del socio in questione, il quale conseguentemente attribuirà un diverso valore al titolo azionario in funzione della condizione dedotta in statuto (ovviamente in conseguenza della rispondenza a questa della sua concreta situazione personale). Ad esempio, come già sottolineato, è stato infatti prontamente rimarcato in dottrina come un sistema di maggiorazione del voto ricompensi nella sostanza soprattutto i soci di maggioranza, in quanto primi fisiologici investitori di lungo periodo, specie in un sistema capitalistico costellato dall'assoluta predominanza delle società a controllo familiare; del resto, è nota la tendenziale ostilità degli investitori istituzionali ai meccanismi di alterazione della regola *one-share-one vote*, come è stato naturalmente anche per l'introduzione dell'istituto delle *loyalty shares*. All'inverso, con le clausole che alterino l'intensità del voto in base a una predeterminata soglia di partecipazione al capitale del socio, è possibile ottenere l'effetto opposto di potersi cristallizzare un assetto partecipativo in cui il potere sia distribuito in senso "democratico", sovvertendosi anche quasi completamente il normale equilibrio "capitalistico", ma così naturalmente alterando anche il valore che eventuali nuovi investitori siano disposti a riconoscere all'investimento nell'impresa, privilegiandosi così l'intento associativo (o meglio consortile o financo quasi-cooperativo) rispetto al mero momento speculativo.

Sul piano della qualificazione, ove si ritenesse compatibile con il sistema una differenziazione dei diritti tra soci, pur sempre considerati in via indeterminata, anche quando la condizione personale (presupposto per il diverso atteggiarsi del diritto) non potrebbe essere integrata, secondo una prospettiva *ex ante*, da qualsiasi socio in astratto considerato, ove ancora si volesse aderire alla qualificazione delle condizioni menzionate quali eventi della condizione a cui è subordinata l'intensità del diritto (se si tratta di diritto accrescibile) ovvero la sua spettanza (se non misurabile), ovvero ancora una soglia di partecipazione al capitale differenziata (se "diritto di quota"), si arriverebbe ad ammettere una versione dell'eguaglianza

dei diritti delle azioni ancora più liberale <sup>(117)</sup>.

Se si dovesse invece propendere per la posizione in base alla quale le condizioni in discorso non incidano direttamente sul “contenuto” dell’azione, ma piuttosto, sulla legittimazione del socio all’esercizio del diritto, e se si aderisse poi al convincimento per cui le norme tipiche che adottino tale tecnica non siano di per sé norme *eccezionali* (superando così il problema di compatibilità tipologica con l’art. 2348 cod.civ., senza “forzare” un’interpretazione evolutiva del principio di eguaglianza delle azioni), la strada per l’ammissibilità di diritti sociali diversificati per categorie di azionisti diverrebbe a nostro avviso meno impervia, poiché, a rigore, non si porrebbe in senso stretto un problema di rispetto della *Gleichberechtigung*, quanto piuttosto, della *Gleichberhandlung*. Infatti, come si avrà modo di argomentare, la parità di trattamento nel sistema riformato, specie nelle società non quotate (ove non esiste alcuna disposizione omologa all’art. 92 t.u.f.), è un principio dai contorni molto sfumati, la cui portata precettiva non è sempre di immediata evidenza e che, quantomeno tendenzialmente, in alcune giustificate ipotesi – soprattutto se predeterminate dallo statuto – sembrerebbe essere comunque sacrificabile in funzione dell’interesse sociale dell’impresa e nei limiti dell’abuso della maggioranza <sup>(118)</sup>. Vedremo anche che al principio di parità di trattamento si può peraltro rinunciare con il consenso del socio pregiudicato (salvo che si tratti di un diritto irrinunciabile in virtù di un connotato tipologico indisponibile all’autonomia statutaria), e che, in riferimento alla tecnica delle condizioni soggettive, per vero, il principio di parità di trattamento può al più assumere una connotazione oggettiva a monte dell’atteggiarsi della clausola, non invece a valle del suo eterogeneo avverarsi in modo fisiologicamente disomogeneo tra azionista ed azionista, a seconda della concreta situazione personale di questi ultimi.

---

<sup>(117)</sup> E ci sembra infatti andare in questa direzione G.A. RESCIO, *op.cit.*, p.245, allorché discute di compatibilità con il principio di eguaglianza delle azioni (anche) di categorie di azionisti individuati secondo criteri che, a rigore, non paiono poter essere integrati da qualsiasi socio in astratto considerato (v. tra gli esempi anche alcune qualità soggettive come “l’essere un investitore istituzionale”), così, ci pare, spingendosi ancora più in là rispetto alla tesi propugnata da La sala.

<sup>(118)</sup> In questo senso, basti per ora il rinvio all’ampia indagine di G.D’ ATTORRE, *Il principio di eguaglianza*, *op.cit.*, spec. p. 273 s., ove l’affermazione che «non sarà più la lesione del principio di parità di trattamento a dover essere espressamente autorizzata ma, all’opposto, sarà il principio di eguaglianza a dover essere giustificato da una norma specifica, in mancanza della quale la società sarà libera di meglio determinare il contenuto dell’atto negoziale senza le limitazioni derivanti dall’eventuale diritto alla parità dei soci».

4.3. (..) segue. *La potenziale integrabilità in astratto (anche solo da qualcuno dei soci futuri) della situazione personale come criterio necessario ma non sufficiente per l'afferenza al sociale delle condizioni soggettive. Condizioni soggettive e interesse sociale: gli spazi di "contrattualità" nell'area dei diritti partecipativi dell'organizzazione societaria in forma di s.p.a.*

Gli interessi sottesi alle clausole di maggiorazione del voto o di voto per tetti o *plafond*, sia pure come visto attinenti di per sé alla sfera personale dei soci (o meglio anche ai loro "motivi" di investimento, richiamandosi il noto insegnamento della dottrina civilistica per cui la condizione è la tecnica che consente di far rilevare nel contratto i motivi dei contraenti, altrimenti irrilevanti), qualora esse siano volute dai soci, vengono consacrati a livello statutario, sì da essere allora elevati a interessi che assumono direttamente rilievo sociale. In questa direzione, quindi, ci sembra, l'autonomia statutaria contribuisce a modellare la nozione di interesse sociale, secondo un'ottica che, sullo spettro delle concezioni contrattualistiche-istituzionalistiche, qualsiasi significato o rilievo interpretativo si voglia ancora attribuire a questa contrapposizione <sup>(119)</sup>, sembrerebbe oscillare, almeno apparentemente, verso il primo

---

<sup>(119)</sup> Sull'antico dibattito relativo alla concezione *contrattualistica* o *istituzionalistica* della s.p.a., e focalizzandoci sulla prospettiva dei rapporti tra i soci (tralasciando quindi la prospettiva dell'azione degli amministratori, nel delicato problema racchiuso nell'interrogativo se quest'ultimi debbano massimizzare lo *shareolder value* o debbano anche valorizzare altri interessi, in considerazione della crescente attenzione riservata alla responsabilità sociale dell'impresa), in estrema approssimazione, si ricorda come secondo la prima prospettiva si tenda a descrivere l'interesse sociale come *interesse comune (ed esclusivo) dei soci*. Per la seconda, invece, l'interesse sociale ricomprenderebbe anche l'interesse di soggetti diversi dai soci, potendosi financo identificare un interesse distinto dell'impresa, intesa come istituzione. Per i necessari riferimenti bibliografici sul dibattito nella sua fase più antica si rimanda a A. MIGNOLI, *L'interesse sociale*, in *Riv. soc.* 1958, p. 725 ss. e P.G. JAEGER, *L'interesse sociale*, *op. cit.*, per la ricognizione delle posizioni istituzionalistiche a p. 13-83, e per quelle contrattualistiche a p. 86-114. Nella dottrina italiana, si è gradualmente imposta la prima ricostruzione, A. GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'ordinamento della società per azioni*, *cit.*, *passim.*; v. D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi nelle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di Colombo e Portale, *op. cit.*, p. 64 ss.; P.G. JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)* in *Giur. comm.*, 2000, II, p. 795 ss.; F. D'ALESSANDRO, *La provincia del diritto societario inderogabilmente (ri)determinata*". *Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, *op. cit.*, p. 41; D. CORAPI, *La riforma italiana delle società di capitali: modelli continentali, modelli di common law, modello comunitario*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. Cian, Padova, 2004, p. 95, anche sulla scorta dell'influenza delle teorie angloamericane relative ad una visione della s.p.a. come «nexus of contracts» (sui riferimenti comparatistici del dibattito v. C. MARCHETTI, *La «Nexus of contracts» theory. Teorie e visioni del diritto societario*, Milano, 2000, *passim*) e dell'interesse sociale come interesse alla massimizzazione dello *shareolder value* attuale delle azioni, ulteriormente declinato in tempi più recenti come interesse alla massimizzazione di "lungo periodo" del valore delle azioni (v. in quest'ultimo senso, anche per ulteriori riferimenti sull'evoluzione delle teorie comparatistiche A. GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società*, Milano, 2007, *spec.* p. 240 ss.), come



---

ha poi testimoniato la più recente diffusione proprio delle *loyalty shares*. Le posizioni contrattualiste, dopo iniziali resistenze, si sono fatte strada anche in giurisprudenza, nota al riguardo è la pronuncia Cass. 26 ottobre 1995, n. 11151, in *Giur.comm.*1996, p. 329 ss., *Cassazione e contrattualismo societario: un incontro?* con interventi di Jaeger, Angelici, Gambino, Costi e Corsi. Dopo la riforma del 2003, alcuni autorevoli autori in dottrina hanno voluto intravedere un ritorno alle tesi istituzionalistiche, sia pure se evolute nella variante dell'«istituzionalismo in senso debole» (v. infatti M. LIBERTINI, *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003. Appunti per un corso di diritto commerciale*, in *RDS* 2008, II, (da cui si cita) p. 198 ss., *spec.* p. 201 ss.; ID, *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dell'istituzionalismo debole*, in *Giur. comm.* 2014, I, p. 169 ss., secondo il quale il principio di buona fede nell'esecuzione del contratto, rispetto ai principi elaborati nell'ambito del diritto amministrativo, è meno idoneo dei secondi nel sindacare la coerenza di scelte organizzative e gestionali rispetto ad uno scopo precostituito; invero, per l'autore il modello istituzionale è di per sé neutrale rispetto ai fini, e «si traduce solo in determinate regole di organizzazione (tendenzialmente rigide), nonché nell'idea che i soggetti titolari di poteri all'interno dell'organizzazione siano obbligati a perseguire determinate finalità, su cui non hanno potere di disposizione. Queste finalità possono essere però le più disparate, anche eventualmente la massimizzazione dei profitti») o comunque hanno tendenzialmente operato una svalutazione del significato della contrapposizione tra le due teorie, v., pur nella varietà delle sfumature, G. OPPO, *Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni*, in, *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario, op. cit.*, p. 7 ss., *spec.* p. 26; P. MONTALENTI, *Il conflitto di interessi nella riforma del diritto societario*, *ivi*, p. 199 s.; G. COTTINO, *Contrattualismo e istituzionalismo (Variazioni sul tema in base a uno spunto di Giorgio Oppò)*, in *Riv. soc.* 2005, p. 693 ss., *spec.* p. 699 ss.; ovvero una svalutazione della corrente contrattualistica, v. E. GINEVRA, *Premesse a uno studio sulla rilevanza non contrattuale della società*, in *Liber Amicorum* Abbadessa, *op. cit.*, p. 273 ss., il quale sottolinea la contiguità del regolamento organizzativo proprio del contratto di società per azioni più con la materia dei diritti reali che con la disciplina contrattuale di per sé considerata. In effetti, l'orientamento che ha ispirato la riforma del 2003, è quello della valorizzazione delle ragioni organizzative nella disciplina societaria, con la conseguente attribuzione di centralità interpretativa nella ricostruzione dell'emisfero della società per azioni all'impresa, piuttosto che al contratto, tributario di molteplici studi di C. ANGELICI, compendiate in *La società per azioni. Principi e problemi, op. cit., spec.* p. 194 ss., p. 201 ss., p. 240 ss., che sviluppa i più risalenti studi di P. FERRO LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1976, *passim*, decisivi, pur nella cornice contrattualistica del contesto pre-riforma, nel distinguere il contratto associativo dal contratto di scambio, valorizzando il momento organizzativo dei primi rispetto alla dimensione individualistica dei secondi. Se questa via è stata vista come una sorta di tentativo di *tertium genus* fra contrattualismo e istituzionalismo (ma per Libertini invero pur sempre riconducibile all'istituzionalismo v. *Scelte fondamentali, cit.* p. 203, nt.10), è da rimarcare come lo stesso C. ANGELICI, *Note sul "contrattualismo societario: a proposito del pensiero di Francesco Denozza, in Esiste uno stile giuridico neoliberale ?*, *Atti dei seminari per Francesco Denozza*, a cura di Sacchi e Toffoletto, Milano, 2019, p. 41 ss., p. 57 s., allorquando discute per quale nozione di interesse sociale propendere per quanto riguarda l'azione del socio in assemblea, ritiene che la sua posizione vada definita come di «contrattualismo estremo: nel senso che (...) spetta all'azionista definire quale sia il suo interesse nella società e non è possibile positivamente imporgli il perseguimento di altri; senza con ciò, naturalmente, escludere che possano in concreto rilevare clausole generali come quella di buona fede e/o correttezza, l'esigenza in definitiva di tener conto di affidamenti di altri soci, quando riconoscibili e allora fondamentalmente quando vi è una personalizzazione dei rapporti societari». Si veda, infine, F. DENOZZA, *Quattro variazioni sul tema: "contratto, impresa, società, nel pensiero di Carlo Angelici*, in *Giur. comm.* 2013, I, (da cui si cita) p. 480 ss.; e ID, *Logica dello scambio e "contrattualità": la società per azioni davanti alla crisi*, in *Giur. comm.* 2015, I, p. 6 ss.; ID., *L'interesse sociale tra "coordinamento" e "cooperazione"*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*. In ricordo di P.G. Jaeger, Milano, 2012, p. 3 ss., la cui posizione è contrattualistica, ma significativamente diversa rispetto

polo. D'altro canto, questa stessa funzione propulsiva dell'interesse sociale l'abbiamo osservata anche dalla prospettiva delle clausole di restrizione soggettiva della circolazione. L'impressione che sorge, dunque, è quella per cui la legittimità delle menzionate clausole sembra dipendere e dipanarsi lungo la via della loro giustificazione rispetto a quest'ultimo principio, piuttosto che a un criterio di formale piena impersonalità (di nuovo: nel senso che la condizione personale atipica debba essere suscettibile di essere integrata da qualsiasi socio

---

alla fase iniziale del dibattito. L'autore ritiene anzitutto che la società corrisponda a un'istituzione, intesa però nel senso di «insieme di regole e di rapporti che guida l'azione dei soggetti che ad essi si riferiscono», dotata di una soggettività solo formale nell'ambito dei rapporti esterni, dunque differente dall'*organismo* dotato di un proprio interesse distinto, sicché si prefigurerebbe un declino del concetto stesso di interesse sociale (v. in particolare Id. *Verso il tramonto dell'interesse sociale*, in *La dialettica degli interessi nella società per azioni*, a cura di Paciello, Napoli, 2011, p. 89 s.). Inoltre, (*Logica dello scambio*, cit., p. 8) secondo questa prospettiva non sarebbe esclusa la compatibilità di una visione contrattualistica con un assetto di interessi che valorizzi anche istanze di *stakeholders* dell'impresa anche diversi dai soci, come quelle degli amministratori e dei creditori. Ancora, ravvisandosi un'evoluzione del concetto di contratto (in particolare rimarcando la teoria dei contratti incompleti e dei contratti relazionali ove lo scambio non è istantaneo) l'autore ha criticato la supposta incompatibilità tra questo e l'organizzazione, ravvisando piuttosto una strumentalità della seconda rispetto agli interessi fissati nel primo; del resto, l'autore critica anche la netta contrapposizione tra diritti e poteri (i primi estranei all'organizzazione della s.p.a. a differenza dei secondi) in base all'assunto (*Quattro variazioni*, cit., p. 486 ss.) di una «oramai generalizzata sottoposizione di tutti gli atti di esercizio dei diritti (contrattuali e non) ad un vaglio in termini di buona fede oggettiva e di abuso del diritto. Che differenza c'è tra, da una parte, un potere, e, dall'altra, un diritto, quando sull'esercizio del secondo incombe l'onnipresente possibilità di una censura in termini di abuso». In replica a quest'ultimo autore si v. da ultimo, C. ANGELICI, *Note sul "contrattualismo societario: a proposito del pensiero di Francesco Denozza*, op. cit., p.44 ss., osserva che in definitiva l'alternativa tra le impostazioni contrattualistiche «non tanto riguarda (pur se certamente non è irrilevante a tal fine) il modo di intendere la società per azioni, quanto in termini più ampi il ruolo del contratto nel sistema e la sua (non solo centralità, ma anche, ed è questo il punto critico) eventuale esclusività come tecnica utilizzabile dall'ordinamento per riconoscere le vicende dell'autonomia privata». L'autore, richiamando il pensiero di O. V. Gierke, osserva poi che «la ricerca delle peculiarità delle vicende collettive, quelle che possono distinguerle dalle altre individuali, non implica l'esclusione di ogni ruolo per il contratto (che invece per vari aspetti viene espressamente riconosciuto), ma la consapevolezza che esso, centrale per il *Individualrecht*, non è si per sé in grado di far comprendere le vicende che si svolgono sul piano del *Sozialrecht*». Per l'autore, la considerazione complessiva delle diversità strutturali della disciplina della società per azioni rispetto alla disciplina generale del contratto evidenzia il sostanziale non valore interpretativo di una ricostruzione della s.p.a. in chiave eminentemente contrattualistica, rimarcando in particolare la differente funzione operativa tra statuto e regole contrattuali - organizzazione di un'attività vs. istituzione di reciproci impegni fra le parti -, con le relative conseguenze (la violazione delle regole rileva in termini di invalidità-inefficacia e non inadempimento; l'interpretazione delle regole non deve ricercare la «comune intenzione delle parti» ma piuttosto il significato oggettivo che alla loro formulazione è assegnato dal mercato; la patologia della fase costitutiva si riflette in termini non di valido impegno delle parti ma di impedimento alla continuazione dell'attività). Non distanti sono anche le considerazioni di R. SACCHI, *Impresa, posizioni soggettive e stile giuridico neoliberale*, ivi, p. 109 ss., per le conclusioni p. 131 ss., il quale svaluta le ricadute applicative di un approccio contrattualista nella ricostruzione interpretativa della disciplina della s.p.a., soffermandosi in particolare sulla disciplina delle competenze assembleari, sull'invalidità delle deliberazioni, e sul conflitto di interessi del socio.

futuro), tributario del principio di assoluta spersonalizzazione della partecipazione azionaria. Certo, questo connota la società per azioni, e indefettibilmente allorché essa ricorra istituzionalmente al mercato del capitale di rischio; tuttavia, nelle società per azioni chiuse – pur nella varietà socio-economica sul piano reale che contraddistingue quest’ultima categoria –, come ampiamente illustrato, la considerazione complessiva di diversi nuclei di disciplina sembra suggerire come l’autonomia statutaria, dopo le più recenti riforme, goda di un ampio spazio per personalizzare le regole dell’organizzazione societaria, che sembra travalicare anche i confini imposti da un principio di assoluta e piena fungibilità *soggettiva* della partecipazione.

Ad ogni modo, ammettere in via generalizzata la liceità clausole generali ed indeterminate che diano rilievo a situazioni personali dei soci diverse dal possesso azionario nell’allocazione delle situazioni soggettive sociali, è un’ipotesi interpretativa che sembra ricollegarsi a quel significativo *trend* sistematico di «migrazione» dal parasociale al sociale avviatosi a partire dalla riforma del 2003 con la consacrazione del principio di atipicità delle categorie speciali di azioni e l’imposizione del limite di durata dei patti parasociali (nonché bisogna richiamare almeno anche la “definitiva” ammissione dell’assegnazione non proporzionale delle azioni in sede di conferimento), sicché, da questo versante, bisogna anche porsi il problema di valutare la compatibilità degli eventi soggettivi prescelti con i criteri distintivi tra sociale e parasociale tradizionalmente individuati dalla dottrina. È insegnamento fin troppo noto, infatti, che i patti parasociali sono storicamente risultati il mezzo per personalizzare la partecipazione nelle società <sup>(120)</sup>, e a livello di politica del diritto è dunque significativo che il legislatore abbia voluto controbilanciare il sistema, aumentando i margini di personalizzazione per l’autonomia statutaria dopo il 2003, per offrire un’alternativa ai privati dotata delle maggiori garanzie derivanti dalla collocazione della clausola in sede statutaria.

Ci si deve confrontare allora più direttamente con le due teorie che in uno sforzo di estrema sintesi è possibile individuare, nella risalente e tormentata evoluzione del dibattito circa la distinzione tra sociale e parasociale, tra quelle che ammettono che una clausola, pur se inserita formalmente nello statuto, possa avere un contenuto incompatibile con la collocazione in tale sede, in quanto clausole che non possano definirsi propriamente (*rectius tipicamente*) sociali <sup>(121)</sup>. Dunque, anzitutto, il problema dell’afferenza necessariamente *impersonale* del

---

<sup>(120)</sup> Lo ricordano *ex multis*, B. LIBONATI, *Riflessioni critiche sui sindacati di voto*, 1989, in *Scritti in materia di impresa e società*, Padova, 2012, p. 23 ss., p. 30; C. ANGELICI, *Principi e problemi*, *op. cit.*, p. 242 s.

<sup>(121)</sup> In questa direzione v. in particolare G.A. RESCIO, La distinzione del sociale dal parasociale (sulle c.d. clausole statutarie parasociali), in *Riv. soc.* 1991, p. 596 ss.; ID. *I patti parasociali nel quadro dei rapporti contrattuali dei*

vincolo alla partecipazione sociale <sup>(122)</sup>. In realtà, con riguardo alla tecnica della predeterminazione di condizione personali dei soci, non sembrano scorgersi particolari problematiche alla luce di questa prospettiva, poiché ciò che mai in ipotesi assumiamo si estingua, e che, dunque, continua a essere veicolata dall'azione, è l'astratta possibilità di realizzazione dell'evento personale anche per i *futuri* soci acquirenti le azioni, a prescindere, dunque, dal fatto che il contenuto delle situazione soggettive attribuite dall'azione muti temporaneamente in ragione di un'alienazione delle azioni. In effetti, non appare nemmeno problematica (salvo i profili di *abuso* su cui v. p. 5.2.) l'ipotesi in cui, per effetto di una clausola che subordini una qualche situazione soggettiva sociale a prefissate condizioni personali, un unico socio, in un dato assetto contingente della compagine societaria, si trovi esso solo nella prefissata situazione personale e, quindi, ad esercitare isolatamente la menzionata prerogativa. Come si è correttamente chiarito, del resto, la nozione di impersonalità che sembra doversi adottare dopo la riforma del 2003, quale condizione necessaria (ma non per forza sufficiente v. infatti subito *infra*) di distinzione del sociale dal parasociale, è quella di impersonalità anche soltanto *unilaterale* <sup>(123)</sup>, come dimostra il rilievo riconosciuto rilievo sociale e organizzativo dei diritti particolari di cui all'art. 2468 cod. civ. nella s.r.l. <sup>(124)</sup>. Ad ogni modo, la potenziale sostituibilità del rapporto connaturata alla tecnica delle condizioni soggettive, esclude di per sé che l'impersonalità possa, in questi casi, essere considerata *unidirezionale*, salvo l'approfondimento (v. p. 5.4) di quando, per effetto dell'eccessiva erosione del tasso minimo di fungibilità soggettiva ancora presidiato da un vincolo tipologico della s.p.a. - che allora conseguentemente esclude la possibile rilevanza sociale di diritti particolari dei soci (con l'eventuale eccezione degli artt. 2340 e 2341, in presenza di appositi interventi conformativi dell'autonomia statutaria) per violazione di un nucleo di una norma imperativa della s.p.a. - , le

---

*soci*, in *Liber amicorum Campobasso*, *op. cit.*, p. 470 ss.; G. OPPO, *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in *Riv. dir. civ.* 2005, II, p. 59 ss.; C. ANGELICI, *Principi e problemi*, *op. cit.*, p. 240 ss., *contra* R. COSTI, *I patti parasociali e il collegamento negoziale*, in *Giur. comm.* 2004, I, p. 203 ss.

<sup>(122)</sup> Cfr. naturalmente G.A. RESCIO, *La distinzione del sociale dal parasociale (sulle c.d. clausole statutarie parasociali)*, *op. cit.*, p. 635 ss. sulle orme di G. OPPO, *Le obbligazioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Riv. dir. civ.* 1987, I, p. 517 ss.

<sup>(123)</sup> V. con grande chiarezza sul punto G.A. RESCIO, *I patti parasociali nel quadro dei rapporti contrattuali dei soci*, *op. cit.*, p. 478 s.

<sup>(124)</sup> Dato assolutamente condiviso già all'indomani della riforma, v. tra i tanti, M. NOTARI, *Diritti particolari*, *op. cit.*, p. 329 ss.; A. DACCÒ, *Diritti particolari e recesso dalla s.r.l.*, Milano, 2004, p. 107 ss.; G. OPPO, *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, *op. cit.*, p. 60 s.; M. MAUGERI, *Quali diritti particolari per il socio*, *op. cit.*, p. 1490 s.; e lo stesso anche all'esito delle più recenti stagioni riformatrici , v. infatti, più di recente, *ex multis*, V. DONATIVI, *I diritti particolari dei soci*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di Ibba e Marasà, 2020, *cit.*, p. 789 ss., *spec.* p. 905 ss.

clausole in discorso debbano essere considerate invalide.

Dall'altro lato, residua il problema, con cui ci siamo già confrontati, sia pure episodicamente, in materia di clausole di limitazione e riscatto della partecipazione azionari, del doversi verificare l'effettivo rilievo *organizzativo* delle clausole che condizionino l'intensità o la spettanza di una qualche situazione soggettiva sociale in subordine all'avverarsi di predeterminati eventi personali, inteso quale «[loro] idoneità a partecipare a quella caratterizzazione impersonale e oggettiva della società»<sup>(125)</sup>. Le regole dell'organizzazione devono infatti assumere natura di *norme di produzione dell'azione*<sup>(126)</sup>, ed essere, quindi, caratterizzate da una dimensione e natura collettiva per tutti gli azionisti<sup>(127)</sup>.

È chiaro che, seguendo rigidamente questa prospettiva, la considerazione di circostanze personali della sfera giuridica dei soci sembrerebbe, di primo acchito, del tutto ossimorica rispetto a una nozione del tutto oggettivata di organizzazione sociale. Ci pare però qui dover obiettare, traendo spunto dalle esemplificazioni concrete disseminate nei precedenti paragrafi, che sembra invero potersi individuare in tutte le ipotesi presentate un minimo comun denominatore: il legame che si viene ad intrecciare tra la situazione personale dell'astratto socio considerata dallo statuto e un interesse dell'impresa, non sovraordinato o eteronomo rispetto alle istanze dei soci, bensì funzionalmente legato alle particolari modalità di attuazione del programma imprenditoriale dalla maggioranza di questi ultimi prestabilite nello statuto.

In effetti, lungo questa via, sembra esplorabile una terza via rispetto alla necessaria alternativa, nell'ambito della nozione di interesse sociale sottesa nelle regole dell'azione del socio in assemblea, prospettata da chi<sup>(128)</sup> ha maggiormente insistito sulla concezione (più) radicalmente oggettiva della partecipazione azionaria (pur nell'ambito, si ricorda, di una concezione in materia di voto del socio autodefinita, di "contrattualismo estremo", che si caratterizza per la sostanziale svalutazione del concetto di interesse sociale e quindi del senso della ricerca volta alla sua individuazione, in chiave critica rispetto alle tradizionali posizioni

---

<sup>(125)</sup> C. ANGELICI, *op. ult. cit.*, p. 244.

<sup>(126)</sup> Come ricorda più di recente sul punto M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione, op. cit.*, p. 467, «le situazioni giuridiche che compongono la partecipazione sociale devono integrare esse [stesse] le condizioni alle quali il loro titolare risulta legittimato a contribuire alla produzione dell'attività attraverso cui l'organizzazione comune persegue il suo scopo, ed eventualmente, se si tratta di scopo egoistico, a condividere il suo risultato».

<sup>(127)</sup> Su questo ultimo aspetto v. in particolare G. OPPO, *Le obbligazioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto in Scritti giuridici*, (da cui si cita) vol. II, *Diritto delle società*, Padova, 1992, *spec.* p. 176 ss.

<sup>(128)</sup> C. ANGELICI, *Interesse dell'impresa e posizioni soggettive nell'evoluzione del diritto societario, op. cit.*, p. 56. E vedi infatti quanto riportato *supra* alla nota 119 circa la posizione di contrattualismo estremo dell'autore in materia di

contrattualistiche): quella tra il ritenere che l'ordinamento imponga ai soci un interesse da esso stesso predefinito o i criteri per individuarlo - e che allora in questo caso si tratterebbe necessariamente di un interesse differente rispetto a quello dei soci -, e l'ammettere che i soci possano essi stessi decidere concretamente quale sia il loro interesse, con allora la logica conseguenza che non avrebbe senso parlare di un loro dovere di perseguirlo.

Invero, in caso di introduzione statutaria di una clausola che diversifichi le situazioni soggettive sociali in base alla situazione personale dei soci, la maggioranza di questi, in via preventiva, predetermina un interesse personale *comune* meritevole di tutela (in quanto funzionale al pianificato progetto imprenditoriale), ad. es. quello dell'investimento di "lungo periodo", con il risultato di attribuire più influenza alle istanze dei soci che in concreto soddisfino quell'interesse, integrando o meno la condizione personale a seconda del suo carattere rispettivamente premiale o sanzionatorio. Certo, non si impone un dovere "di perseguire l'interesse consacrato in statuto, ma la sua rilevanza si manifesta a monte, per il fatto che viene rafforzata più che proporzionalmente la posizione di quei soci che presumibilmente prenderanno scelte in linea con quell'interesse.

Ed è in questo senso allora, più in generale, che potrebbe parlarsi, alla luce di una prospettiva allora non solo eminentemente assiologica <sup>(129)</sup>, di una sorta di "contrattualizzazione" (o comunque, della consacrazione del rilievo sociale dell'interesse personale selezionato dalla maggioranza dei soci) dell'assetto partecipativo e dell'organizzazione societaria, in conseguenza della *personalizzazione* legata dell'introduzione di una clausola statutaria che subordini la spettanza o l'intensità di una qualche situazione giuridica soggettiva all'avverarsi di un evento personale riguardante la sfera giuridica del socio, individuato *per relationem* ad essa, in astratto.

Peraltro, questo residuo di *contrattualità* nell'impianto partecipativo che l'autonomia statutaria può esplorare mediante la tecnica delle "condizioni soggettive" sembra connettersi al più generale ruolo del contratto, o meglio delle *contrattazione*, nel (pre)stabilire i limiti desiderati alla dissociazione tra rischio e potere, traslandosi invece l'esigenza di equilibrio del sistema sul differente piano del rapporto tra «potere decisionale interno del soggetto o dei soggetti che in modo congiunto controllano la società che e «i contropoteri dei titolari di

---

<sup>(129)</sup> Il valore assiologico della prospettiva contrattualistica è sottolineato da G. FERRI, JR., *Interesse dell'impresa e posizioni soggettive nell'evoluzione del diritto societario*, in *Esiste uno stile giuridico neoliberale?*, op. cit., p. 65 ss., spec. p. 75 ss., il quale però rimarca, in scia con la dottrina maggioritaria, che la disciplina della società per azioni sovente si distacchi dal paradigma contrattualistico.

interessi gestiti dai titolari del potere decisionale»<sup>(130)</sup>.

Dunque, e limitandoci per il momento alla ricognizione di condizioni soggettive da una prospettiva attiva, sembrano lecite e suscettibili di assumere rilievo sociale e organizzativo, purché caratterizzate da una stretta connessione con il programma imprenditoriale e l'attività in concreto esercitata dalla società<sup>(131)</sup>, (in altre parole quella funzione propulsiva dell'interesse sociale che in concreto sembra escluderne anche il carattere discriminatorio o comunque arbitrario<sup>(132)</sup>), condizioni soggettive anche diverse da quelle relative a una circostanza del rapporto tra il socio in astratto considerato e la sua partecipazione (come il numero delle azioni detenute, ma anche si potrebbe aggiungere l'anzianità partecipativa), o comunque a un diretto contegno del socio in riferimento a vicende intrinsecamente sociali (come il grado di attivismo assembleare oggettivamente misurabile in termini di numero di partecipazioni alle assemblee, o il fatto di essere un dipendente o un amministratore della società).

E inoltre, secondo questa prospettiva, si può arrivare anche a sostenere la legittimità di clausole che prevedano condizioni personali che vadano anche oltre un criterio che misuri l'impersonalità in senso *assoluto*, come avverrebbe se questa fosse intesa quale sufficiente genericità della condizione – tale da garantire la possibilità di integrazione dell'evento personale per *qualsiasi* socio presente e futuro in astratto considerato –. Parrebbe legittima, invero, una nozione di impersonalità in senso *attenuato*, ammettendo il rilievo sociale e la

---

<sup>(130)</sup> V. in questa direzione M. NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere*, op. cit., p. 412 ss.; ID. *Interesse dell'impresa e posizioni soggettive del diritto societario: note a margine della ricostruzione dello stile neoliberale di Francesco Denozza*, (dal quale si cita), p. 85 ss., spec. p. 105 ss., il quale si avvale (p. 108) della terminologia di M. LIBERTINI- (C. ANGELICI), *Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I, p. 2, il quale pur ritiene invece ancora sussistente un'esigenza di necessaria correlazione tra potere gestionale e rischio economico.

<sup>(131)</sup> Come sottolinea G.B. PORTALE, *Tra diritto dell'impresa e metamorfosi della s.p.a.*, op. cit., p. 116, pur con riguardo ai diritti particolari *ad personam* (non ammissibili nella s.p.a. secondo quanto qui si ritiene, in linea con la dottrina maggioritaria, per contrasto con un carattere tipologico ancora irrinunciabile, quello dell'inammissibilità di nomi propri nella società anonima), sarebbe opportuno accertare «la necessaria funzionalità, o quanto meno, (...) l'utilità che la concessione di diritti particolari può e dovrebbe possedere per il perseguimento dell'oggetto sociale».

<sup>(132)</sup> Secondo G.A. RESCIO, *Tetti di voto, tetti di partecipazione*, op. cit., spec. p. 245, secondo il quale [gli eventi personali attraverso cui selezionare gli azionisti destinatari di un tetto devono essere idonei] «a selezionare gli azionisti soggetti o non soggetti al tetto in modo *non arbitrario* e tale da non risultare compatibili soltanto con *azionisti personalmente identificabili* (corsivo dell'autore)». La non discriminatorietà della condizione è assunta come parametro di valutazione della legittimità delle clausole in discorso dal CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 184, cit., secondo la quale «sono legittime le clausole statutarie di s.p.a. mediante le quali, senza dar vita a una categoria di azioni ai sensi dell'art. 2348 c.c., vengono attribuiti diritti diversi in dipendenza di circostanze relative al singolo socio, astrattamente riferibili al socio non determinato, purché non diano luogo a condizioni meramente potestative o a differenziazioni illegittimamente discriminatorie».

compatibilità tipologica con la s.p.a. non quotata anche delle clausole che considerino eventi anche non pienamente integrabili da *qualsiasi* socio in astratto considerato, bensì anche solo potenzialmente da qualcuno dei soci futuri, sì che verrebbe comunque garantita la potenziale trasmissione del beneficio o del limite partecipativo e, dunque, esclusa l'attrazione nella fattispecie dei diritti particolari nominativi.

Così, richiamando esemplificazioni già offerte, si potrebbe arrivare ad ammettere la legittimità e il rilievo sociale perfino di condizioni soggettive come l'età dei soci, la provenienza geografica, la natura (si pensi al fatto di essere investitori pubblici, qualificati, o istituzionali nel caso di una *joint venture* che abbia interesse ad essere partecipata soltanto, o per una certa quota del capitale, da investitori di una certa tipologia, ovvero che rispettino determinati criteri, si pensi ad es. a predeterminati parametri di *compliance* relativi al rispetto di discipline legate alla sostenibilità) o qualifica giuridica (si pensi all'iscrizione a un particolare albo per svolgere una professione protetta o, comunque, per lo svolgimento di un'attività riservata, o che richieda comunque particolari requisiti), ma anche allo svolgimento di un'attività di impresa in un certo settore economico <sup>(133)</sup>.

(..) segue 4.4. *Tra i diritti diversi "a soggetto" e diritti particolari "per relationem". Il confine con i diritti particolari "ad personam". L'eccezione alla regola: il controverso spazio (al di fuori dei privilegi patrimoniali) per i «diritti particolari» (subordinati alla permanenza dello status socii e con termine quinquennale dalla costituzione) dei soci fondatori (art. 2341 cod. civ.).*

Allorché ci si interroghi circa la disputa in punto di qualificazione tra la tesi che considera le condizioni personali come diritti condizionati dell'azione, in opposizione alla tesi che ricostruisce la fattispecie su basi eminentemente soggettive, che evoca piuttosto un'assimilazione ai diritti particolari "per relationem", pur impregiudicata la disputa nel contesto sistematico della s.r.l. <sup>(134)</sup>, occorre osservare come l'esatta trasposizione nella s.p.a. della disciplina implicata dalla seconda ricostruzione qualificatoria porterebbe alla non desiderabile ricaduta interpretativa - forse una "crisi di rigetto" -, del consenso unanime dei soci per l'introduzione *durante societate* di siffatte clausole, salvo una precedente previsione dello statuto che autorizzi la loro successiva introduzione a maggioranza, con diritto di recesso per i

---

<sup>(133)</sup> In questa direzione cfr. anche le esemplificazioni di M. CIAN-C. SANDEI, *La fattispecie*, op. cit., p. 150 ss. e G.A. RESCIO, *Tetti di voto, tetti di partecipazione*, op. cit., p.240 ss. nell'ambito del diritto di voto. Più in generale cfr. anche le esemplificazioni del CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima 184, cit.

<sup>(134)</sup> Si rimanda alla nt. 80 del I cap. p. 3 per i riferimenti dottrinali al dibattito nelle s.r.l.



soci dissenzienti. Disciplina, questa, che sarebbe imposta dalla loro formale qualificazione come diritti particolari, sia pure “*per relationem*”. Il che, in effetti, sembra essere confermato proprio dalla disciplina dell’introduzione *durante societate* delle condizioni soggettive “tipiche” nell’ambito del diritto di voto: la disciplina del voto maggiorato di cui all’art. 127 - *quinquies* T.u.f. al comma sesto è inequivoca al riguardo, ma come vedremo anche l’introduzione delle clausole di cui all’art. 2351, comma terzo cod. civ. può avvenire a maggioranza con il correttivo del recesso, senza che vi sia bisogno di alcun intervento statutario preventivo (v. *infra* p. 5.2 e 5.3).

Sul piano concettuale, nell’emisfero della s.p.a., dunque, sembra forse preferibile la prima tesi (che si ricorda sembra implicare ricadute preferibili anche in materia di computo dei *quorum* assembleari, v. *supra* p. 3 Cap. II), anche se non bisogna tacere, naturalmente - come si è già osservato - che assumere che le azioni possano mutare il loro contenuto in ragione dell’azionista che le detiene (nella sostanza questo è infatti l’effetto implicato dalla teoria dei diritti diversi subordinati a una condizione soggettiva) comporta un netto affievolimento del tasso di spersonalizzazione dell’assetto partecipativo, in quanto il titolo azionario perde la sua attitudine a garantire una piena fungibilità soggettiva delle partecipazioni tra i soci (e il che, per vero, vale anche qualora si adotti il criterio dell’impersonalità in senso forte delle condizioni soggettive indipendenti dalla misura del possesso azionario). Chiarire esattamente fin dove si possa spingere l’autonomia statutaria nel comprimere il tasso di fungibilità soggettiva delle partecipazioni è, invero, un problema assai delicato, già emerso allorché si indagava lo stesso problema dalla specifica prospettiva dei limiti di restrizione soggettiva della partecipazione. Per alcuni eventi personali, si pensi, in particolare, tra quelli passati precedentemente in rassegna <sup>(135)</sup>, alle clausole che consentano l’alienazione delle azioni soltanto ai soggetti che aderiscano a uno specifico patto parasociale - al quale in astratto sia consentita su basi paritarie la partecipazione a tutti i soci attuali o futuri -, ovvero soltanto a soggetti che appartengano al medesimo nucleo familiare, ovvero soltanto ai soci attuali o futuri, - o eventualmente perfino attuali al momento dell’introduzione della clausola - e non ai terzi, la legittimità della clausola che da questi eventi subordini una qualche situazione giuridica sociale, o più in generale la conversione del titolo azionario, alla luce del canone della potenziale sostituibilità del rapporto partecipativo, pare più incerta. E ciò poiché, tanto più la sostituibilità del rapporto appare in astratto remota, quanto più l’attrazione verso il polo opposto dei diritti particolari (che li si voglia definire “*ad personam*” o “*per relationem*” non farebbe a quel punto nella sostanza

---

<sup>(135)</sup> Per i relativi riferimenti bibliografici si rimanda al p. 2.2 del II Cap.

alcuna differenza) si fa più intensa.

Peraltro, è bene osservare come il limite tipologico dell'inammissibilità di una mono categoria azionaria, se può forse legarsi biunivocamente al divieto (tipologico) di diritti particolari “*ad personam*” nella s.p.a. <sup>(136)</sup>, non sembra invece correlarsi necessariamente a un supposto divieto di diversificare la posizione dei soci in base a predeterminate condizioni personali <sup>(137)</sup>, almeno, come si è detto, quando queste consentano (e preservino) in astratto un certo grado di sostituibilità del rapporto sociale, in modo che non sia del tutto azzerata l'attitudine delle azioni a garantire la fungibilità soggettiva degli acquirenti funzionale alla propulsione del mercato dei capitali, confinandola entro la categoria di azionisti in astratto individuata dalla condizione personale introdotta in statuto.

Per cercare di avvicinarsi quanto più possibile a una soluzione, quantomeno tendenziale, circa il delicato quesito della soglia di compressione delle fungibilità soggettiva delle azioni compatibile con il sistema, occorre a questo punto aggiungere ulteriori considerazioni che consentano di affrontare globalmente la questione.

Al riguardo e in primo luogo, occorre ribadire che la ricognizione della disciplina della circolabilità dell'azione, che ci è parsa entro un certo grado trasfigurare la connotazione tradizionale del titolo azionario come unità di misura della partecipazione del tutto spersonalizzata della partecipazione, dimostra come entro il termine quinquennale dall'introduzione della clausola sembrerebbe possibile non solo sterilizzare del tutto la circolazione delle azioni, ma anche raggiungere lo stesso effetto, nella sostanza, mediante requisiti soggettivi particolarmente stringenti.

Si è poi osservato che, affinché la condizione personale dell'azionista da cui si vuole far dipendere l'allocatione delle situazioni soggettive sociali possa essere suscettibile di assumere rilievo sociale, oltre a quella connessione con l'interesse dell'impresa di cui abbiamo pocanzi discusso, il criterio che sembra permettere di preservare quel grado minimo di sostituibilità del rapporto sociale imposto da ragioni di coerenza con il tipo della s.p.a., è quello della potenziale astratta integrabilità della condizione, secondo un giudizio prognostico *ex ante*, almeno da qualcuno dei soci futuri.

Cumulando questi due canoni interpretativi, si potrebbe allora affermare la legittimità delle clausole pocanzi menzionate anche “a tempo indeterminato” – pur con i dovuti correttivi volti

---

<sup>(136)</sup> Anche se vi è una netta differenza perché il diritto particolare racchiuso nell'ipotetica monocategoria azionaria non viene meno in caso di alienazione delle azioni, a differenza, nel silenzio dello statuto, della seconda ipotesi.

<sup>(137)</sup> Come sostiene, in particolare, E. GINEVRA, *La società per azioni*, in *Diritto commerciale*, a cura di Cian, *op. cit.*, p. 296.

a prevenire il rischio di prigionia del socio –, o comunque entro il lustro successivo dalla loro introduzione, che limitino la circolabilità delle azioni solo nei confronti dei soci e la vietino nei confronti dei terzi, nonché di quelle che prevedano un regime di circolabilità dell'azione perimetrato e “limitato” entro un predeterminato nucleo familiare. In effetti, in entrambi i casi, la clausola non è rivolta a una cerchia dei soci attuali, sicché i soci futuri non verrebbero necessariamente discriminati. In entrambi i casi, sembra del tutto meritevole di tutela l'interesse perseguito dalle clausole: nel primo caso l'interesse dei soci che abbiano deciso di avviare un progetto imprenditoriale, confidando sulla stabilità di un determinato nucleo ed assetto partecipativo (si è visto come la disciplina dell'art. 2351, comma terzo, ma anche quella del gradimento, dimostra come nella s.p.a. chiusa sia tutelata dal legislatore la possibilità di cristallizzazione di un determinato assetto di controllo della società); nel secondo, quello di potersi mantenere le azioni nella proprietà di soggetti legati da un certo vincolo parentale, nelle società che abbiano come oggetto e scopo sociale l'amministrazione di un patrimonio familiare (c.d. *family office*). Abbiamo già visto, del resto, che per evitare il rischio di prigionia dei soci al di là del quinquennio, si può garantire comunque l'uscita dalla società con apposite tecniche (v. *supra* p. 2.1) che permettano di mantenere inalterata (il resto della) compagine sociale.

Più delicato ci sembra il caso della condizione personale dell'appartenenza a un certo patto parasociale, sia invero per la difficoltà di trovare una qualche ragione giustificatrice legata all'interesse dell'impresa, sia inoltre poiché la natura intrinsecamente “individualistica” tipica di questi patti potrebbe facilmente indirettamente propagare quel riferimento (esclusivo) ai soci attuali sul piano organizzativo, sicché sembra imporsi una delicata verifica caso per caso.

Invece, e sempre per la medesima ragione, legata in ipotesi alla radicale esclusione della possibilità che l'evento sia integrato da qualcuno dei soci futuri, si dovrà invece propendere in senso negativo circa la sorte delle clausole (con la conseguenza della sostituzione automatica della clausola invalida con una coerente con il tipo s.p.a.), invero non sconosciute alla pratica, che pretendessero di limitare la circolabilità delle azioni, o altra situazione soggettiva sociale, solo a favore dei soci attuali (o, comunque, anche quando sia possibile accertare, mediante una ragionevole prognosi *ex ante*, che la condizione personale non possa essere integrata in futuro anche da qualcuno diverso da essi).

Alla luce di quanto osservato, assume particolare interesse un'altra tecnica a cui la prassi non di rado ricorre per consentire, nella sostanza, di legare un qualche diritto diverso alla “persona” di un determinato socio.

È stato ipotizzato che sia legittimo condizionare un diritto diverso di una categoria azionaria alla permanenza della stessa nella titolarità del socio che la abbia per primo

sottoscritta, in ipotesi di un aumento di capitale in cui tutti i soci abbiano rinunciato al diritto di opzione, ovvero abbiano comunque tutti prestato il loro consenso <sup>(138)</sup>. È chiaro che, così opinando, si avrebbe una fattispecie affatto differente da quella di un diritto particolare nominativo, poiché, benché il consenso per l'introduzione in ipotesi sia unanime, l'afferenza del diritto particolare alla categoria determina la conseguenza che, in caso di azzeramento del capitale e successivo aumento al di sopra del limite, il socio manterrà automaticamente il privilegio solo nel caso esso sia "ad personam" <sup>(139)</sup>. Ad ogni modo, aldilà dell'ipotesi menzionata, finché perdura la continuità patrimoniale della società risulta chiaro che, così opinando, il diritto diverso verrebbe legato indissolubilmente al sottoscrittore o ai sottoscrittori della/e categoria/e, sicché anche il consenso unanime potrebbe forse non bastare per dissipare i dubbi sulla legittimità della clausola.

Diversamente, nel caso in cui si preveda la trasmissione del diritto particolare nel caso di circostanze riguardanti il socio stesso (ad es. il *change of control* o la sua fusione o scissione nel caso di socio avente natura societaria) e/o il soggetto acquirente (ad es. potrebbe stabilirsi che il privilegio incorporato nella categoria si trasmetta qualora costui si trovi nella medesima situazione, ovvero abbia le medesime qualità soggettive del socio alienante) <sup>(140)</sup>, sembra possibile procedere all'emissione secondo la maggioranza (rafforzata) di cui all'art. 2441 cod. civ. comma quinto, previa adeguata giustificazione da parte degli amministratori dell'interesse della società nell'operazione, che dovrebbe quindi estendersi anche ai menzionati requisiti soggettivi (potremmo dire, nel riscontro di quella funzione propulsiva dell'interesse sociale di cui abbiamo più volte discusso)

Di qui, si potrebbe anche prevenire uno degli svantaggi connessi alla tradizionale tecnica di diversificazione della posizione dei soci nelle s.p.a. chiuse, ovvero l'emissione di categorie azionarie dotate di diritti rafforzati offerte a un terzo (si pensi ad un investitore istituzionale)

---

<sup>(138)</sup> Cfr. CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, Massima 1/2008, *Azioni speciali e loro conversione automatica in ordinarie a seguito di trasferimento*.

<sup>(139)</sup> Come osservano M. CIAN-C. SANDEI, *La partecipazione azionaria, op. cit.*, p. 154.

<sup>(140)</sup> Cfr. in questo senso anche la motivazione del CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, Massima 1/2008, cit., secondo cui «nessun profilo problematico dovrebbe essere rinvenuto qualora l'aumento di capitale dalla cui esecuzione deriva l'emissione delle azioni speciali, pur deliberato con esclusione o limitazione del diritto di opzione, avesse ad oggetto azioni che - sia pure solo in ipotesi specifiche e determinate - potrebbero comunque essere trasferite ad un diverso soggetto senza che ciò ne determini l'automatica conversione in azioni ordinarie. Ad esempio, nel caso in cui le azioni speciali mantengano invariato il loro contenuto nell'ipotesi di trasferimento ad altre società del gruppo cui appartiene il sottoscrittore, o a società/soggetti dallo stesso controllati o collegati o comunque a lui riferibili, o nel caso di incorporazione o scissione del socio sottoscrittore con attribuzione dei titoli a nuovi o diversi soggetti»

con esclusione del diritto di opzione dei soci: il rischio che, in caso di alienazione della categoria di azioni, la posizione privilegiata possa essere trasmessa a un soggetto che non assicuri le medesime caratteristiche che avevano in precedenza giustificato l'emissione della categoria speciale stessa.

In chiusura, occorre ora spendere qualche ulteriore considerazione con riguardo alla peculiare fattispecie dell'art. 2341 cod. civ. Come è noto, il legislatore della riforma del 2003 ha significativamente eliminato il previgente secondo comma della norma menzionata, che replicava una disciplina uniforme per i soci promotori e i soci fondatori, con ciò avvallando il dubbio se, entro il medesimo arco temporale del quinquennio successivo alla costituzione<sup>(141)</sup>, per i primi possano essere previsti diritti patrimoniali diversi dagli utili<sup>(142)</sup>, o financo anche amministrativi<sup>(143)</sup>.

Al riguardo, è possibile osservare che, in effetti, torna qui a scorgersi nitidamente, un (ancor più) accentuato spazio di personalizzazione dell'organizzazione entro l'orizzonte temporale del quinquennio successivo alla costituzione. In effetti, se l'essere un socio fondatore potrebbe rappresentare una condizione soggettiva a cui sia subordinata, entro il quinquennio dalla costituzione, una qualche situazione soggettiva sociale (ad. es. si potrebbe introdurre una clausola che stabilisca, per i cinque anni successivi dalla costituzione, che sia possibile alienare le azioni soltanto ai soci fondatori)<sup>144</sup>, l'art. 2341 cod. civ. ammette ben di più. La qualità

---

<sup>(141)</sup> Il mancato richiamo all'art. 2340 sul punto non sembra avvallare una soluzione diversa, v. infatti la dottrina maggioritaria soffermatasi sul punto, M. CAVANNA – B. PETRAZZINI, sub art. 2341, in *Il nuovo diritto societario. Commentario* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Bologna, 2004, p. 128, nt. 4; F. GALGANO, *Della società per Azioni, Commentario del Codice Civile Scialoja – Branca*, diretto da F. Galgano, t. I, Bologna – Roma, 2005, p. 195; G.L. NIGRO, sub art. 2341, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, II, Padova, 2010, p. 120; A. DOLMETTA, sub art. 2340-2341, in *Le società per azioni*, a cura di Abbadessa e Portale, I, p. 320; *contra* M. SILVA, sub art. 2341, in *Commentario breve al codice civile*<sup>10</sup>, *op. cit.*, p. 2712 e C. MONTAGNANI, sub. art. 2341, in *La riforma delle società*, *cit.*, p. 82.

<sup>(142)</sup> In senso favorevole, tra gli altri, C. MONTAGNANI, sub. art. 2341, in *La riforma delle società*, *cit.*, p. 81; G.L. NIGRO, *op. loc. ult. cit.*

<sup>(143)</sup> In senso favorevole, v. tra gli altri, A. DOLMETTA, sub art. 2340-2341, in *Le società per azioni*, *cit.*, p. 320 s.; M. SILVA, sub art. 2341, *op. loc. ult. cit.*; G.L. NIGRO, sub art. 2341, *op. loc. ult. cit.*, F. GALGANO, *Della società per azioni*, p. 197; *contra*, M. MALTONI, *Quali benefici possono riservarsi i soci fondatori?*, in RDS, 2010, II, p. 896 ss.; e CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, Massima 25/2012, *Dei benefici dei soci fondatori*.

<sup>(144)</sup> Anche se in realtà la natura di socio fondatore è necessariamente compatibile solo con i soci attuali, con la radicale esclusione della possibilità che un qualche socio futuro possa integrarla, sicché la natura sociale di una situazione soggettiva diversa dal diritto agli utili, in coerenza con la tesi esposta in precedenza, dovrebbe essere comunque giustificata in base alla latitudine con la quale si interpreti l'art. 2341 cod.civ., unico addentellato normativo nell'emisfero della s.p.a. atto a giustificare il rilievo sociale di condizioni soggettive suscettibili di essere integrate da soci "attuali".

soggettiva di aver partecipato alla costituzione della società sembra assumere per il legislatore una valenza tale da giustificare l'ingresso di nomi (sembra invero difficile negare la natura di diritto particolare qualora il diritto agli utili sia accordato a un socio fondatore in maniera differenziale rispetto agli altri, ma qualora soprattutto sia subordinato alla permanenza dello *status* socii <sup>(145)</sup>) in un orizzonte sistematico che tipicamente li rigetta come quello della società per azioni (e si pensi come questa norma possa particolarmente essere appetibile in realtà socio-economiche dove i soci fondatori assumono un'importanza chiave nella fase di c.d. *start up*). La risposta all'interrogativo se oltre ai benefici patrimoniali sia possibile riservare ai soci fondatori anche altri privilegi, viene a dipendere in definitiva entro una buona misura dall'arbitrio dell'interprete, o meglio, dalla sua sensibilità rispetto alle radici storiche della società per azioni e alla sua tradizionale fisionomia tipologica, ovvero rispetto alle innovazioni dirimpanti che hanno caratterizzato il sistema societario negli ultimi anni. Certo, anche a prescindere dall'ammissibilità di questi ipotetici diritti particolari dimezzati (di perimetro ancor più sfuggente rispetto alla norma gemella dell'art. 2468 cod. civ., e in ogni caso con durata limitata al decorso del quinquennio dalla costituzione), si è ormai creduto di poter dimostrare come la s.p.a. non quotata possa comunque ormai avvicinarsi notevolmente, sia pure non fino a sovrapporsi, alla s.r.l., dalla specifica prospettiva dell'ampiezza degli spazi per l'autonomia statutaria nel personalizzare l'assetto partecipativo e la conseguente posizione dei soci in seno all'organizzazione.

#### 4.5. (... segue) *Le «pene private» statutarie “atipiche”.*

Il tema sui cui si vuole ora concentrare l'attenzione, già comunque più volte evocato lungo il corso dell'indagine, che ci consente, dopo aver esplorato da una prospettiva *attiva* gli spazi di personalizzazione dell'assetto organizzativo, di chiudere la tassonomia delle condizioni personali focalizzandoci più da vicino sulla prospettiva “passiva”, ovvero quella che potremmo definire, mutuando la terminologia di chi ha esplorato in profondità il tema delle sanzioni private nel diritto di impresa, attraverso la categoria concettuale delle «pene private» <sup>(146)</sup>

---

<sup>(145)</sup> In questo senso v. in particolare, M.B. PORTALE, *I diritti particolari*, op. cit., p. 49.

<sup>(146)</sup> Il tema delle «pene private» nel diritto dell'impresa e nel diritto delle società è stato analizzato nell'approfondita monografia di P. BENAZZO, *Le “pene civili” nel diritto privato di impresa*, Milano, 2005, il quale, dopo (p.101 ss., spec.109 ss.) aver approfondito il concetto di *pena privata* nella dottrina civilistica, propone di articolare le pene di diritto privato in due gruppi: «quelle a finalità punitiva “secondaria” [ovvero le «pene private» ], per le quali il momento afflittivo rivestirebbe sempre (e solo) una posizione ancillare all'esigenza di elidere gli effetti dell'illecito; quelle a finalità punitiva primaria [ovvero le «pene civili» ], nelle quali, viceversa,

statutarie “atipiche”.

L’idea da cui muoviamo, è quella per cui l’autonomia privata possa introdurre sanzioni atipiche sul piano corporativo e con efficacia “reale”, anche al di fuori dei complessi di norme di fonte codicistica e di legislazione speciale <sup>(147)</sup>, ove si impone la sospensione del diritto di voto spettante alle azioni possedute dai soci che versino in determinate condizioni personali <sup>(148)</sup>, ovvero, come vedremo, anche la “limitazione” di altre situazioni soggettive sociali.

Queste condizioni personali, più precisamente, possono attenersi a particolari obblighi statutari, quindi “atipici” (si pensi al più volte menzionato classico esempio dell’esercizio di un’attività in concorrenza con la società), a cui collegare una limitazione del diritto di voto o di altra situazione soggettiva sociale, con ottica, quindi, “sanzionatoria” <sup>(149)</sup>; peraltro, è naturale osservare che, almeno in alcune di queste ipotesi, lo statuto potrebbe invero congegnare la medesima fattispecie con ottica premiale, semplicemente configurando l’evento personale quale onere che, se integrato, innescherà, viceversa, un rafforzamento della posizione soggettiva del socio in seno all’organizzazione. Si pensi, a quest’ultimo proposito, a una predeterminata condizione personale quale l’aver tenuto una certa condotta oggettivamente rilevabile sul piano organizzativo, come ad esempio la partecipazione a un predeterminato

---

la sanzione assolverebbe essenzialmente alla funzione general-preventiva di dissuasione dalla realizzazione di determinate condotte». L’autore riconosce (p. 221 ss. e p. 359 ss.) i crismi di questa seconda categoria concettuale in alcune norme di leggi speciali ove è disposta la sanzione della sospensione del diritto di voto (artt. 16, 110, 120 comma 5, 122 comma 4 TUF e 24 TUB).

<sup>(147)</sup> Per la cui completa rassegna si rinvia, a F. GUERRERA, *La responsabilità “deliberativa” nelle società di capitali*, op. cit. p. 74 ss. e G. D’ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci*, op.cit., p. 110 ss.

<sup>(148)</sup> Possibilità negata da Tribunale Perugia 29 febbraio 2008 con commento adesivo di E. 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.* II, 2011, p.304 ss. Il caso, come è noto, era relativo, tra le altre cose, a una clausola in cui era previsto un divieto per l’indeterminato socio di esercitare attività in concorrenza con la società, la cui violazione avrebbe comportato la sanzione della sospensione del diritto di voto. Il tribunale ha motivato l’illiceità della clausola per il fatto che non potrebbe «ritenersi che la sospensione del diritto di voto sia consentita dall’art. 2351, secondo comma cod.civ., che si limita a prevedere l’astratta creazione di azioni con diritto di voto subordinato a particolari condizioni non meramente potestative, non già a prevedere la sospensione del voto di azioni ordinarie, già di titolarità del socio; siffatta sospensione del voto urta inevitabilmente con il disposto dell’art.2348 cod. civ., che prevede il principio per cui tranne il caso di creazione di particolari categorie di azioni tutte le azioni sono di eguale valore e quelle della medesima categoria conferiscono uguali diritti, senza alcuna distinzione personale o soggettiva». Con soluzione peculiare il Tribunale ha invece ritenuto in astratto lecita la clausola che sanzionava la violazione dell’obbligo in parola con il diritto di riscatto.

<sup>(149)</sup> Si vedano sul punto le considerazioni di E. CIVERRA, *Società di capitali e posizione del socio*, Milano, 2010, p.327 ss. e, più di recente, pur con diversi orientamenti in ordine alla disciplina dell’introduzione *durante societate* di simili clausole, I. POLLASTRO, *Il voto condizionato*, op. cit., p. 176 ss. e il CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 198 del 23 Novembre 2021, “*Penali statutarie e liquidazione delle azioni in caso di recesso ed esclusione*”.

numero di assemblee, suscettibile in astratto di poter essere associata a una sanzione (se il socio dovesse rivelarsi assenteista), ovvero a un “premio” (se al contrario il socio dovesse mostrare un particolare attivismo nelle vicende societarie).

Altre ipotesi come, ad esempio, garantire una certa anzianità partecipativa <sup>(150)</sup>, l’aver conferito un determinato *asset* strategico per la società <sup>(151)</sup>, o risorse a titolo di finanziamento <sup>(152)</sup>, sembrano invero compatibili unicamente con la configurazione quali oneri, a cui, dunque, collegare un rafforzamento della posizione del socio.

Ad ogni modo, in generale, con riguardo a questa tipologia di clausole, è agevole anzitutto avvedersi che non sembra profilarsi nessuna problematica interpretativa rispetto al principio di impersonalità nella diversificazione della posizione dei soci poiché, invero, qualsiasi socio futuro potrebbe astrattamente integrare le condizioni soggettive in discorso. Per converso, se appare evidente il notevole interesse che l’utilizzo di tali clausole potrebbe avere nella prassi, consentendo di “personalizzare” le regole partecipative tramite la tutela (o l’incentivazione, a seconda dell’atteggiarsi della clausola) statutaria di particolari interessi e finalità, bisogna comunque confrontarsi con il particolare trattamento che la disciplina della s.p.a. riserva agli obblighi ulteriori al conferimento, sicché, allora, ci si dovrà chiedere se le clausole ipotizzate, a seconda della loro versione, siano o meno “assorbite” dalla rigorosa disciplina delle *prestazioni accessorie* di cui all’art. 2345 cod. civ., con le relative conseguenze in termini di *quorum* per l’introduzione delle clausole e la modifica dei relativi obblighi, nonché in materia

---

<sup>(150)</sup> In questo senso si potrebbero anche richiamare particolari declinazioni evocate soprattutto nella dottrina angloamericana dell’istituto delle *loyalty shares*, quali ad es. la proposta di C. MAYER, *Firm commitment. Why the corporation is failing us and how to restore trust in it*, Oxford University Press, 2013, p. 206 ss., di premiare gli azionisti non in funzione della fedeltà progressiva, ma in virtù di un onere di fedeltà prospettica; in altre parole si vorrebbe maggiorare il voto delle azioni in modo inversamente proporzionale all’avvicinarsi della scadenza dell’impegno promesso.

<sup>(151)</sup> Ipotizzano questo evento in riferimento alla fattispecie delle azioni a voto condizionato di cui all’art. 2351, secondo comma A. ANGELILLIS-M. VITALI, *sub* 2351, *op. cit.* p. 449.

<sup>(152)</sup> Cfr. F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari partecipativi*, *op. cit.*, p. 95. L’ipotesi è affrontata con riguardo ai c.d. versamenti in conto di capitale in relazione ai privilegi patrimoniali da M. FERRARI, *Il principio di proporzionalità negli aspetti patrimoniali dell’investimento societario*, *op.cit.* p. 78 ss., il quale ritiene «percorribile la possibilità di introdurre in statuto clausole che riconoscano determinati privilegi patrimoniali a coloro che abbiano effettuato versamenti, in denaro o in natura, contabilizzati a patrimonio netto, in voci diverse dal capitale sociale (i.e. versamenti fuori capitale), precisando che «potrebbe anche stabilirsi che tutte le azioni in cui è suddiviso il capitale sociale beneficino di distribuzioni non proporzionali al loro numero bensì proporzionali agli esborsi finanziari, relativi a ciascuna di esse, effettuati a favore della società - in essi computando, oltre ai conferimenti a titolo di liberazione del valore nominale delle azioni e agli eventuali versamenti a titolo di soprapprezzo, i versamenti fuori capitale – sino a che ogni azione abbia ricevuto, computando tutte le distribuzioni già effettuate, un importo pari agli esborsi finanziari complessivi di pertinenza».



di circolazione delle azioni.

A nostro avviso, esiste certamente uno spazio per obblighi particolari statutari, ulteriori al conferimento, anche al di fuori della cornice delle prestazioni accessorie <sup>(153)</sup>.

Come già accennato in materia di riscatto, si pensi al compimento di atti dolosi o colposi che abbiano procurato (o prevedibilmente possano farlo) un danno alla società (si pensi alla diffusione di un *know how* aziendale a terzi ovvero alla condanna per particolari reati legati all'attività esercitata dalla società che possa cagionare ad essa un danno di immagine), ove, dunque, si tratterebbe di particolari sanzioni che troverebbero in generale la propria fonte nell'ambito dell'art. 1382 cod. civ., che sembra legittimare anche nel contratto di società per azioni la codifica da parte dei soci contraenti di predeterminate sanzioni sociali in relazione all'inadempimento di obblighi statutari (il cui effetto vincolante nei confronti dei soci è parificato dall'art. 2377 cod. civ. alla legge stessa) che promanano pur sempre dalla legge (e che quindi non sono accessori al conferimento), essendo legati a un paradigma di correttezza endosocietaria che peraltro non rimane astratto e quindi sfuggente, ma bensì concretamente declinato dai soci nella clausola stessa.

Ma si pensi anche alle possibili sanzioni “corporative” adottabili dalle società per azioni non quotate in mercati regolamentati che vogliano o debbano (in virtù dei requisiti di ammissione alla negoziazioni stabiliti nel contratto con il gestore del mercato di un MTF) replicare la disciplina di alcuni istituti del T.u.f che prevedano particolari obblighi per i soci che si trovino in predeterminate situazioni: si pensi, tra gli altri, alla replica di un obbligo statutario di offerta di acquisto delle azioni degli altri soci in caso di raggiungimento di particolari soglie di partecipazione al capitale (ovvero di obbligo di dismissione di parte delle azioni), o di *disclosure* informativa dell'acquisto di partecipazioni rilevanti, ovvero di

---

<sup>(153)</sup> In questo senso v. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 198, *cit.*, secondo cui «non si vedono pertanto ostacoli di carattere sistematico ad estendere l'utilizzo della penale ad ogni ipotesi d'inadempimento dei doveri statutari (e pertanto in conseguenza di comportamenti colposi o dolosi del socio, e non di impossibilità sopravvenuta incolpevole della prestazione, e nemmeno nei casi di interdizione, inabilitazione, di perdita di requisiti per circostanze indipendenti dalla volontà del socio) così come a configurarne ampiamente il contenuto anche attraverso l'alterazione dei diritti del socio». Sul fatto che le prestazioni accessorie non esauriscano tutti gli obblighi particolari che possano assumere rilievo sociale v. anche G.A. RESCIO, *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario: unanimità o maggioranza nell'introduzione della clausola di «drag-along»?»,* in *Giur. comm.*, 2012, fasc. 5, II, p. 1055, p. 1059 s., nt. 14, secondo cui «non vi sono ragioni apprezzabili (..) per interpretare l'art. 2345 c.c. in senso limitativo dell'autonomia statutaria, cioè per escludere la validità di clausole agenti sul piano sociale che, senza dar luogo a “prestazioni accessorie” del genere ivi disciplinato, ricorrano alla figura dell'obbligo (o della soggezione)».

stipulazione di particolari contratti parasociali <sup>(154)</sup>. In tutti questi casi, all'inadempimento di un obbligo avente pur sempre fonte statutaria (negli MTF il rapporto tra le società emittenti e il gestore del mercato è infatti di natura strettamente privatistica), si potrà "reagire" mediante la limitazione delle prerogative sociali (tipicamente il voto ma in astratto anche altre), replicando eventualmente l'apparato sanzionatorio previsto dalle leggi speciali fintanto che perdura l'inadempimento.

In entrambe le ipotesi citate, sembra comunque poter permanere quel carattere organizzativo che giustificherebbe la loro attrazione sul piano sociale. Nel primo caso l'inadempimento del prestabilito obbligo di correttezza endosocietaria avrebbe un effetto riflesso sull'attività della società, sia in termini dei danni in concreto cagionati al patrimonio sociale (che può allora giustificare una compensazione tra l'eventuale penale pecuniaria prestabilita o comunque il maggior danno in seguito accertato e il valore di liquidazione delle azioni in caso di estromissione del socio o di liquidazione della società, ovvero con il dividendo che spetterebbe al socio se la sanzione prevista non si spinga sino al troncamento del rapporto partecipativo<sup>155</sup>), sia in termini di compromissione del proficuo svolgersi dell'attività e

---

<sup>(154)</sup> Sul punto vedi già G. D'ATTORRE, *Opera obbligatoria statutaria e sospensione del diritto di voto*, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 679 ss. e A. LUCIANO- J. LACCHINI, *Lo squeeze out statutario: una prospettiva di fattibilità*, *op. cit.*, p. 904 ss.; il problema è diventato di grande attualità con particolare riguardo al mercato Aim Italia (ora *Euronext Growth Italia*); cfr. infatti circa le tematiche accennate nel testo alle riflessioni di G. TRISCORNIA, "Il gioco dell'Opera" all'AIM, in *Riv. dir. soc.*, 2017, p.797 ss., F. FORNASARI, *L'o.p.a. obbligatoria per le società ammesse all'AIM Italia*, in *Giur. Comm.*, 2019, p. 63 ss.; M. STELLA RICHTER JR., *Parere in tema di delisting dall'AIM Italia*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2020, I, pp. 106 ss.; F. ANNUNZIATA, *AIM Italia e disciplina degli emittenti 10 anni dopo*, in *Riv. soc.*, 2020, p. 242 ss.

<sup>(155)</sup> Cfr. sul punto anche le considerazioni sul rapporto tra esclusione e penale (e in particolare sulla compensazione tra valore di liquidazione e risarcimento dovuto a titolo di penale), sia pure riferite alla s.r.l., di L. BARCHI, *L'esclusione del socio nella società a responsabilità limitata*, in *Notariato*, 2006, 2, 149 ss.; cfr. anche CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 198*, *cit.*

È interessante osservare che l'opzione proposta nel testo permetterebbe anche di alleviare uno dei problemi del sistema in punto di tutela delle minoranze, legato alla circostanza che il risarcimento del danno al socio che sia stato danneggiato per la non conformità della delibera allo statuto o alla legge (art. 2377, comma quarto cod. civ.), per il fatto che sembra essere esteso anche al danno riflesso e non solo diretto (argomento suggerito dalla previsione del termine di decadenza per l'esercizio della relativa azione che denota come il danno risarcibile con tale azione sia diverso da quello ottenibile con le normali azioni di diritto comune), finisce per comportare una significativa deroga al principio di canalizzazione sul patrimonio sociale dei risarcimenti conseguenti a un agire sociale illecito (il punto è sottolineato con grande chiarezza, più di recente, in particolare da R. SACCHI, *Tutela reale e tutela obbligatoria della minoranza*, in *Liber amicorum Campobasso*, II, *cit.*, p. 135 ss., *spec.* p. 164 s.; ID, *La tutela delle minoranze tra tutela indennitaria e rimedi demolitori*, in *Riv. dir. comm.* 2016, p. 252 ss., ove anche raffinati percorsi interpretativi volti a consentire di spostare sui soci e/o sugli amministratori effettivamente responsabili il "costo" dell'agire illecito; in precedenza cfr. già F. GUERRERA, *La responsabilità deliberativa*, *op. cit.*, p. 363 ss.

dell'*affectio* e della fiducia tra i soci (che potrebbe allora giustificare o la perdita di una precedente prerogativa privilegiata – si pensi a un diritto di ispezione o informazione rafforzata per un socio che abbia violato particolari obblighi di riservatezza – o comunque la limitazione di altre situazioni soggettive sociali). Nel secondo caso, invece, la replica di presidi atti a garantire la trasparente ed equa apertura alla negoziazione delle azioni sul mercato (che invero non corrisponde necessariamente all'apertura al mercato del capitale di rischio secondo i criteri di cui all'art. 2325-*bis* cod. civ., poiché una società le cui azioni siano negoziate in un MTF non è sicura per ciò stesso di integrare i requisiti di cui alla norma menzionata), giustifica in *re ipsa* il rilievo organizzativo delle clausole.

In conclusione, bisogna confrontarsi, sia pure per sommari accenni, in considerazione della vastità del problema, con il più ampio tema civilistico dei limiti alla potestà sanzionatoria contrattuale privata, che sembra rilevare nella fattispecie in esame quale limite generale all'autonomia privata estendibile anche in campo societario. In effetti, si è assunto che nel contesto in esame trovi comunque applicazione, quantomeno a livello di principio, la disciplina degli art. 1382 e ss. cod. civ., sicché sembra naturale doversi rintracciare nel rapporto tra l'inadempimento dell'obbligo particolare statutario e la conseguente alterazione delle situazioni soggettive sociali, quella proporzionalità tra offesa e reazione, che consenta di non travalicare la funzione primaria della (legittima) sanzione punitiva privata, ovvero la necessaria e prevalente strumentalità del momento "punitivo" all'elisione, in termini riparatori e risarcitori, degli effetti dell'illecito, al fine di soddisfare l'interesse del creditore, che comunque funge da misura e giustificazione dell'irrogazione della sanzione (<sup>156</sup>).

---

Attraverso quanto osservato nel testo, in effetti, la clausola penale consentirebbe che il danno riflesso pro-quota (che spetterebbe al socio di minoranza che abbia chiesto il risarcimento), dovuto alla diminuzione della consistenza patrimoniale per effetto dell'illecito, sia decurtato per un importo pari alla penale dovuta dal socio a cui sia riferibile in concreto l'illecito. Per considerazioni circa la funzionalità della clausola penale nel superare alcune rigidità ed effetti distorsivi della tutela obbligatoria v. anche F. GUERRERA, *La scissione tra proprietà e voto nella s.p.a.: doveri, abusi e rimedi*, *op. cit.*, p. 215 ss.

(<sup>156</sup>) V. infatti P. BENAZZO, *Le pene private*, *op. cit.*, p. 172 ss. Nella dottrina civilistica v. *ex multis*, sulla strumentalità della pena privata rispetto alla riparazione dell'illecito, dimostrata anche dagli stessi art. 1382 e 1383 che escludono la cumulabilità tra obbligazione penale e risarcimento integrale del danno, nonché dall'automatica riduzione della penale in caso di adempimento parziale e dalla possibile riduzione della stessa in caso di importo manifestamente eccessivo (di nuovo rispetto alla funzione ripristinatoria della penale stessa); E. MOSCATI, "Pena (*dir. priv.*)", in *Enc. Dir.*, XXXII, Milano, 1982, p. 770 ss.; E. GABRIELLI, *Clausola penale e sanzioni private nell'autonomia contrattuale*, in *Rass. Dir. civ.* 1984, p. 901, p. 929 s.; A. ZOPPINI, *Clausola penale e caparra*, in *I contratti in generale*, Trattato dei contratti diretto da P. Rescigno, Torino, 1999, p. 893 ss., p. 904 ss.; (R. Sacco) - G. DE NOVA, *Il contratto*<sup>3</sup>, in Trattato di diritto privato diretto da Sacco, t. 2, Torino, 2004, p. 166; A. ZOPPINI,

### 5. 1 Condizioni soggettive e categorie di azionisti nella prospettiva dinamica. L'introduzione durante societate.

Una volta esaurita l'analisi della tecnica di diversificazione della posizione soggettiva dei soci in senso all'organizzazione mediante una condizione soggettiva alla luce di una prospettiva statica, occorre ora approfondire quale disciplina debba essere applicata mediante una prospettiva dinamica, in caso di introduzione della relativa clausola *durante societate*. Bisogna quindi indulgiare sull'effettivo atteggiarsi, dopo la riforma del 2003, della latitudine del margine di manovra per la maggioranza dei soci nel sovvertire i reciproci rapporti pregressi tra i soci, al fine di potersi adeguare le esigenze dell'impresa all'evoluzione della realtà economica in cui essa opera. In effetti, il tentativo di contemperare le ragioni dell'impresa con le ragioni dei soci a non vedersi imposte decisioni potenzialmente per essi discriminatorie, è uno dei più dibattuti e controversi di tutto il diritto societario e, sebbene nel tempo siano mutati i paradigmi concettuali (si è infatti nel tempo decisamente superata la teoria dei diritti individuali, estranei alla dimensione associativa che caratterizza l'organizzazione della s.p.a., in ipotesi limiti invalicabili al volere della maggioranza) <sup>(157)</sup>, nella sostanza il problema è comunque riemerso, sia pure in nuove vesti, ad esempio allorché si sia indagata l'esistenza nel sistema di residue posizioni soggettive del singolo socio intangibili dalla maggioranza (basti pensare, più di recente, alla *vexata quaestio* dell'introducibilità a maggioranza o con il consenso unanime delle clausole di riscatto o di *drag along* <sup>(158)</sup>).

---

*Clausola penale e caparra*, in *I contratti in generale*, Trattato dei contratti diretto da P. Rescigno, Torino, 1999, p. 893 ss., p. 904 ss. Più di recente ha fatto molto discutere l'affermazione della Cass. SS.UU., 5 luglio 2017 n. 16601 tra le altre in *Resp. Civ. prev.*, 5, 2017, p. 1597 ss. con nota di A. BRIGUGLIO, la quale ha sancito la riconoscibilità nell'ordinamento italiano delle sentenze straniere che ammettano danni punitivi, anche poiché l'istituto del risarcimento punitivo «non sarebbe ontologicamente incompatibile con l'ordinamento italiano»; per un ridimensionamento v. G. DE NOVA, *Le nuove frontiere del risarcimento del danno: i punitive damages*, in *Jus Civile*, 2017, 5, p. 388 ss. Diversa è invece la nozione di *disgorgement damages*, sempre di derivazione angloamericana, che di per sé per sé non implica necessariamente una funzione punitiva, e su cui v., in relazione alla tematica della risarcibilità dell'interesse negativo, le considerazioni di A. SARDINI, *Danno e interesse negativo*, Milano, 2023, p. 210 ss.

<sup>(157)</sup> Sul tema basti il rinvio per gli opportuni riferimenti e per i termini del dibattito, *ex multis*, a V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1960, p. 250 ss.; A. GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni*, *op. cit.*, p. 107 ss.; A. CERRAI - A. MAZZONI, *La tutela del socio e delle minoranze*, *op. cit.*, p. 23 ss.

<sup>(158)</sup> Si veda, anche per gli ulteriori riferimenti al dibattito, *ex multis*, nel primo senso L. CALVOSA, *La clausola di riscatto*, *op. cit.*, p. 219 ss. e G.A. RESCIO, *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario: unanimità o maggioranza nell'introduzione della clausola di drag-along?*, *cit.*, p. 1055 ss.; nel secondo, anche argomentando

In questo contesto, proprio per l'attitudine "ontologica" della tecnica della predeterminazione di condizioni personali nella diversificazione delle situazioni soggettive dei soci a comportare effetti riflessi non omogenei sulla loro posizione, occorre allora prestare particolare attenzione a come esattamente si atteggino in riferimento ad essa i tradizionali principi atti (eventualmente) a tutelare il paradigma egualitario nello svolgersi in senso dinamico dei rapporti tra i soci lungo la vita della società.

## 5.2. *Parità di trattamento e (predeterminate) condizioni soggettive. Il carattere non retroattivo dell'evento personale nel caso di situazioni soggettive "intangibili" dalla maggioranza.*

Anzitutto, occorre quindi valutare in questa direzione come si relazioni il principio, spesso tralattivamente tramandato, ma forse mai del tutto chiarito nel suo preciso fondamento e ancoraggio al sistema della società per azioni, della parità di trattamento <sup>(159)</sup>.

---

in virtù dell'art. 39, lett a) della Direttiva 77/91 CE, *ex multis*, E. MALINPENZA, *Introduzione durante societate di riscatto e drag-along e principio maggioritario*, in Riv. dir. soc., 2011, p. 655 ss. e G. DI CECCO, *Conversione, op. cit.*, p. 165 ss.; N. DE LUCA, *Ancora sulle clausole statutarie di accodamento e trascinarsi (tag e drag-along). Possono essere introdotte a maggioranza?*, in *Banca, borsa*, tit. cred. 2013, II, pp. 65 ss.

<sup>(159)</sup> Vedi infatti le osservazioni di G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza, op. cit.*, il quale a pp.15-97 dimostra, in modo convincente, la non solidità di quei percorsi interpretativi volti a enucleare un qualche fondamento positivo al principio di eguaglianza in senso "dinamico", rinvenendolo all'esterno del fenomeno societario (v. ad es. in questa direzione P. RESCIGNO, *Il principio di eguaglianza nel diritto privato*, in Riv. trim. dir. proc. civ. 1959, p. 1515 ss., che lo individua nel «rapporto comunitario tra i soci»; in senso non dissimile vedi anche R. SACCHI, *Il principio di maggioranza nel concordato e nell'amministrazione controllata*, Milano, 1984, p. 218 ss.; o G. PASETTI, *Parità di trattamento e autonomia privata*, Padova, 1970, p. 35 ss., che lo rinviene nella necessaria applicazione delle regole in tema di comunione - che non tollerano pregiudizi differenziali - a tutte le comunità di individui; ovvero G. OPPO, *Eguaglianza e contratto nella società per azioni*, in Riv. dir. civ. 1974, p. 651 ss., il quale sostiene che il fondamento contrattuale della società imporrebbe alla maggioranza il rispetto delle posizioni reciproche pregresse, la cui compressione o discriminazione senza il consenso dei soci incisi comporterebbe, in definitiva, la carenza di legittimazione del principio maggioritario) o in presunte caratteristiche essenziali e irrinunciabili del sistema della società per azioni (in questa direzione v. ad es. G. B. PORTALE, *Uguaglianza e contratto: il caso dell'aumento di capitale in presenza di più categorie di azioni*, in Riv. dir. comm. 1990, I, p. 711 ss., spec. p. 732 ss., il quale ritiene di poter ravvisare il fondamento nell'art. 42 della Seconda Direttiva comunitaria; ovvero secondo L. MENGONI, *Appunti per una revisione della teoria del conflitto di interessi nelle deliberazioni di assemblea delle società per azioni*, in Riv. soc. 1956, p. 447 ss. nella disciplina del conflitto di interessi; ovvero ancora, secondo D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nella società per azioni, op. cit.*, p. 35 ss., sarebbe l'art. 2348 cod. civ. a fondare implicitamente un principio di parità di trattamento, da intendersi come «diritto alla proporzionalità (parità relativa) nella modifica dei diritti delle azioni di tipo cumulabile» e come «diritto all'impersonalità nella modifica dei diritti non cumulabili né accrescibili, per i quali non può trovare applicazione il principio di proporzionalità». D'Attorre segnala, invece, l'opportunità di prestare «l'attenzione alle risultanze, talora contraddittorie, dei dati positivi», che devono necessariamente condurre ad «un approccio pluralistico e pragmatico al tema dell'eguaglianza tra i soci, che tenga conto della possibile

In questa direzione, bisogna osservare come numerosi indici sistematici, dopo la riforma del 2003, depongano in favore di un suo deciso ridimensionamento. Basti pensare, oltre a previsioni centrali e più generali, ove emerge nitidamente il fenomeno, come l'art. 2441 cod. civ. che come noto permette il sacrificio del diritto all'eguaglianza proporzionale nella sottoscrizione delle azioni in funzione dell'interesse della società, l'art. 2348, comma secondo cod. civ. <sup>(160)</sup>, l'art. 2437 cod. civ., che ha previsto un netto ampliamento delle cause di recesso, anche a quel vasto catalogo di ipotesi ove il legislatore ha espressamente consentito l'approvazione a maggioranza di particolari decisioni, ove l'interesse del singolo sia sacrificato in funzione dell'interesse della collettività, così risolvendo tormentati dibattiti in merito alla disponibilità per la maggioranza di alcune situazioni soggettive dei soci. Basti pensare, senza pretesa di esaustività, a norme come l'art. 2506-*bis*, comma quarto cod. civ. che (a differenza del precedente art. 2504-*octies*, comma quarto cod. civ.) consente ora in ogni caso la ripartizione non proporzionale delle partecipazioni nel progetto di scissione se approvata dalla maggioranza, senza più il potere per i singoli soci di provocare una distribuzione proporzionale; si pensi anche al previgente diritto di ottenere la liquidazione della partecipazione al verificarsi di una causa di scioglimento, ora venuto meno a seguito della possibile revoca a maggioranza dello stato di liquidazione (v. art. 2487-*ter* cod. civ. e 2437, comma primo lett. d, cod. civ.); ancora, allo stesso modo è venuto meno il diritto alla libera trasferibilità delle azioni (ex art. 2437, comma secondo), il diritto al mantenimento della causa originaria societaria (ex art. 2500-*septies* cod. civ.) e il diritto alla proporzionalità capitalistica in sede di assegnazione delle azioni

---

diversità di significato e di ruolo che il principio può svolgere in relazione alle diverse vicende societarie». Svalutano la reale autonomia precettiva del principio di parità di trattamento anche C. ANGELICI, *Parità di trattamento degli azionisti*, in Riv. dir. comm., 1987, I, p. 1 ss., secondo il quale nell'ambito delle modifiche dell'organizzazione sia «difficile [...] riconoscere nella parità di trattamento un'autonoma regola, la quale costituisca di per sé un obiettivo limite all'autonomia statutaria», potendo piuttosto essa costituire «uno degli indici sistematici, non necessariamente l'unico e non necessariamente decisivo, per la valutazione e repressione degli abusi»; A. GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni*, cit., p.85 e A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, op. cit., p. 165 ss., che definisce la parità di trattamento un «pallido» principio. <sup>(160)</sup> Nega recisamente l'esistenza di un diritto soggettivo alla parità di trattamento, argomentando tale tesi proprio in base all'assunto che è ammissibile indirettamente differenziare tra le posizioni dei diversi azionisti, mediante categorie speciali di azioni, V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive*, op. cit., p. 120. Nel tempo poi è sorta, come noto, una *vexata quaestio* con riguardo all'eventuale esistenza di un diritto al "rango" tra i possessori di categorie di azioni (la cui supposta esistenza ci pare evocare un principio di parità di trattamento almeno tra gli azionisti di categoria), sul dibattito si rinvia, *ex multis*, in senso favorevole a A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, op. cit., p. 220 ss.; G. OPPO, *Eguaglianza*, cit., p. 648 ss. G.B. PORTALE, *Uguaglianza e contratto*, op. cit., p. 721 s. e più di recente A. A. AWDAD, *sub 2376*, in *Le società per azioni*, a cura di Abbadesse e Portale, cit., p. 1032 ss. e 1038 s.; in senso negativo, v. almeno C. ANGELICI, *Parità di trattamento*, cit., p. 13 e R. COSTI, *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in Giur. comm, I, 1990, p. 566 ss.

in fase costitutiva o nell'aumento di capitale (ex art. 2346, comma quarto e quinto) <sup>(161)</sup>.

Il sistema, dunque, sembra aver assegnato una netta prevalenza e una rilevanza prioritaria al paradigma imprenditoriale rispetto alla posizione dei singoli soci, relegando a un piano ancillare e subordinato le esigenze di parità di trattamento di questi ultimi, che, al più, troveranno riconoscimento solo allorché si tratti di conflitti distributivi interni, e purché esse non siano in contrasto con l'interesse dell'impresa <sup>(162)</sup>.

In questo quadro, dunque, allorché una situazione giuridica sociale non sia intrinsecamente connotata dal paradigma egualitario, sembra potersi sostenere che, se si considera ammissibile sul piano statico (dell'eguaglianza dei diritti delle azioni) la tecnica della predeterminazione di condizioni personali dei soci per diversificare la loro posizione soggettiva in seno all'organizzazione, non potrebbe certamente eccepirsi, in senso negativo, una violazione della parità di trattamento sul piano dinamico, che potrebbe lamentarsi solo qualora non sia concesso a tutti i soci (ovvero solo a una parte di questi, ma nel rispetto del meccanismo dell'art. 2376), su basi paritarie, l'astratta possibilità di integrare la condizione (in questo senso, dunque, la parità di trattamento assumerebbe allora una connotazione "oggettiva") <sup>(163)</sup>. Del resto, in questo caso, si tratterebbe nello stesso modo tutti gli azionisti che si trovino nella medesima situazione, peraltro funzionale alla propulsione dell'interesse sociale. La stretta connessione con l'interesse dell'impresa, che si è assunta, per l'appunto, come canone interpretativo fondamentale per valutare in astratto l'ammissibilità della menzionata tecnica, va infatti valutata in via preventiva, a monte del fisiologico atteggiarsi dell'evento personale tra i soci, e sembra, dunque, giustificare l'effetto riflesso disomogeneo sulle posizioni soggettive dei soci

---

<sup>(161)</sup> Sulle ipotesi menzionate nel testo v., per tutti, G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci*, op. cit., p. 244 ss.

<sup>(162)</sup> Cfr. ancora G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci*, op. cit., p. 255 ss., il quale individua negli artt. 2344, 2437-quater, 2442 e 2491 cod. civ. norme ispirate alla parità di trattamento.

<sup>(163)</sup> In questo senso v. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima* 184, cit., secondo cui, «in caso di introduzione durante società di una clausola che diversifichi la posizione dei soci in base a una loro predeterminata condizione personale, occorre rispettare, come in ogni analogo situazione, il principio di parità di trattamento, da intendersi peraltro in chiave "oggettiva", nel senso cioè che tutte le partecipazioni sociali devono essere assoggettate, a parità di condizioni, alle medesime nuove regole, a prescindere dalle condizioni "soggettive" in cui versano in quel momento i loro titolari (condizioni che assumeranno semmai rilevanza sotto il diverso profilo del limite della buona fede e dell'abuso di maggioranza). Si tratta a ben vedere di un limite insuperabile, se non con il consenso di tutti i titolari delle azioni interessate dalla modificazione, allorché tutte le azioni in cui è suddiviso il capitale sociale siano dotate dei medesimi diritti e non vi siano quindi categorie di azioni. Qualora invece preesistano categorie di azioni, le nuove regole che attribuiscono diritti diversi al ricorrere di condizioni soggettive potrebbero essere introdotte con riferimento a tutte (e solo) le azioni di una categoria, senza violare il principio di parità di trattamento, ferma restando la necessità dell'approvazione dell'assemblea speciale delle categorie che da ciò subiscono un pregiudizio, ai sensi dell'art. 2376 c.c.»

che questo comporta. Del resto, se il trattamento differenziato, o se si vuole la discriminazione preventiva dei soci in base alla loro situazione personale, sia ragionevolmente finalizzata e congegnata in ragione dell'obiettivo di promuovere un interesse dell'impresa (per la cui individuazione v. *infra* p. 5.3), il pregiudizio subito dai soci potrebbe essere allora compensato, secondo un'ottica di efficienza "quasi" paretiana, dal *surplus* di valore "guadagnato" dall'impresa.

Sul punto si impongono tuttavia alcune precisazioni, dovendosi distinguere, in particolare, a seconda di due criteri che operano congiuntamente tra loro: da un lato la tipologia di "reazione" della società, ovvero la conseguenza dell'integrazione della predeterminata condizione personale sul piano dell'effettiva posizione sociale del socio; dall'altro, il carattere retroattivo o meno della clausola, ovvero la circostanza che qualcuno dei soci già integri la suddetta situazione personale.

Invero, sembra potersi affermare che, nel caso la conseguenza legata all'integrazione della prefissata condizione personale sia l'alterazione di situazioni soggettive sociali la cui modifica inneschi il diritto di recesso (e, come vedremo subito innanzi, propendiamo per la tendenziale spettanza del diritto di recesso in caso di introduzione di condizioni soggettive a cui siano subordinate delle situazioni soggettive sociali), opera senz'altro il principio maggioritario, anche quando, ci pare, il socio già si trovi nella predetta situazione personale (salvo i profili di violazione della correttezza endosocietaria, da cui potrebbe dipendere comunque l'annullabilità della delibera, specie quando difetti il menzionato collegamento causale tra condizione personale del socio prefissata e l'interesse dell'impresa). Se si dovesse ritenere, invece, che la modifica non inneschi il recesso, diversamente, il principio maggioritario potrebbe operare a nostro avviso soltanto quando la condizione personale non abbia carattere retroattivo. Quanto osservato, sembra del resto in linea con la funzione che il recesso ha assunto post- riforma del 2003, quella di ergersi a strumento di tutela (soprattutto economica, grazie alla necessaria equa valorizzazione delle azioni in sede di liquidazione della partecipazione all'esito della procedura di recesso, ma anche "negoziale", quale utile strumento di trattativa con la maggioranza) delle minoranze a contrappeso del netto aumento degli spazi per il principio maggioritario. E ciò, a nostro avviso, sembra poter valere anche per le clausole che associno una limitazione del voto, o di altra situazione soggettiva sociale, all'inadempimento di oneri o obblighi particolari statutari stabiliti nei confronti di tutti i soci, non inscrivibili nella cornice delle prestazioni



accessorie (v. *supra* p. 4.5) <sup>(164)</sup>. Si pensi a quest'ultimo proposito alla fedeltà partecipativa: come già visto, lo statuto potrebbe decidere di collegare, piuttosto che un incremento del voto, una limitazione dello stesso, subordinata alla condizione risolutiva del decorso di un certo periodo temporale in cui il socio sia rimasto fedele alla società. In questo caso, la situazione sostanziale sul piano degli interessi in gioco sembra equivalente a quella del modello di maggiorazione del voto suppletivo, di qui sembra naturale propendere per l'introducibilità a maggioranza anche della variante di clausola ipotizzata, risultato a cui non si potrebbe arrivare, invece, allorché si propenda per un'interpretazione ampia degli spazi di intangibilità della sfera giuridica altrui nella società per azioni.

Ancora, qualora la conseguenza in caso di inadempimento dell'obbligo sia l'estromissione dalla società per effetto di una clausola di riscatto, sembra doversi distinguere (ma questa volta a prescindere dall'eventuale spettanza del diritto di recesso), con riguardo all'alternativa tra introduzione a maggioranza o necessario consenso del socio inciso, a seconda del caso che il socio già versi o meno nella prefissata condizione personale <sup>(165)</sup>. Nel primo caso, infatti, l'effetto sostanziale sarebbe la possibilità per la maggioranza di escludere opportunisticamente il singolo socio, che sembra incompatibile con quel nucleo di tutela minimo dell'unica

---

<sup>(164)</sup> In senso opposto, anche a prescindere dal fatto che il socio si trovi già o meno nella prefissata condizione personale v. G. DI CECCO, *Conversione e convertibilità delle azioni*, *op. cit.*, p. 233 ss., *spec.* p. 239 s., in ragione del principio di intangibilità della sfera giuridica altrui, alla cui ricostruzione aderisce, con riguardo al condizionamento nel voto, I. POLLASTRO, *Il voto condizionato*, *op. cit.*, p. 254 ss. Nel senso del testo v. invece CONSIGLIO NOTARILE MILANO, *Massima* 184, *op. cit.* Ad ogni modo, anche se non si condividesse l'assunto per cui possano esistere obblighi statutari alternativi non assorbiti nella disciplina delle prestazioni accessorie, sarebbe forse possibile per lo statuto sfruttare le possibilità comunque offerte dalla relativa disciplina. In effetti, per la modificabilità degli obblighi (e dunque anche per l'introduzione *durante* societate) di prestazione accessoria (nel regime suppletivo è richiesta il consenso unanime di tutti i soci) l'art. 2345 fa salva una diversa scelta statutaria. La dottrina maggioritaria ritiene che lo statuto possa allora ammettere il principio maggioritario, ma con il consenso dei soci gravati dalla prestazione accessorie. Sembra però potersi allora assumere che, qualora lo statuto preveda un obbligo accessorio (non condividendosi comunque la tesi di A. BARTALENA, *Le prestazioni accessorie*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da Colombo e Portale, *cit.*, p. 839 ss., secondo il quale l'applicabilità delle prestazioni accessorie a tutto il capitale sarebbe la fattispecie suppletiva presa a riferimento dalla norma) valevole per tutti i soci (come nell'ipotesi delle clausole in discussione), la clausola statutaria, sfruttando l'*opt out* accordato dalla legge, potrebbe consentire la modificabilità degli obblighi a maggioranza (non si vede infatti nell'ipotesi in esame quale possa essere la scelta "alternativa" dello statuto).

<sup>(165)</sup> In questo senso v. CONSIGLIO NOTARILE MILANO, *Massima* 99, *cit.*, secondo cui «le azioni riscattabili possono essere invece previste con delibera 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»; nello stesso senso v. anche COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Massima* H.I.29 del settembre 2019, *op. cit.*

posizione soggettiva del socio che era, e che sembra rimanere ancora – pur entro diversi abiti – dopo la riforma del 2003, effettivamente intangibile: ovvero il diritto a non poter essere escluso *arbitrariamente* dall'organizzazione (ovvero nell'ipotesi in esame, in modo “retroattivo”) <sup>(166)</sup>. Nel secondo, invece, il fatto che il socio possa comunque entro un certo grado valutare l'alternativa tra rimanere nella società, sopportando eventualmente il “costo” legato all'adempimento dell'obbligo prefissato, o, invece, uscirne, garantendosi comunque un'equa valorizzazione della quota <sup>(167)</sup>, sembra invece legittimare l'introduzione a maggioranza della clausola <sup>(168)</sup>.

Del resto, anche negli altri casi in cui, per ragioni legate a interessi superiori dell'impresa, sia possibile causare l'estromissione del socio della società, la modalità di uscita non è mai comunque arbitraria. Nella deliberazione a maggioranza di azzeramento del capitale, con contestuale aumento del capitale al di sopra del minimo legale, invero, si pone al socio il dilemma se investire nuove risorse o uscire dalla società; nel caso di delibere di fusione con rapporto di cambio che non consente al socio titolare di un numero troppo esiguo di azioni dell'incorporata la permanenza nella compagine dell'incorporante, la società può comunque procedere all'operazione purché essa non sia strumentalmente congegnata per finalità estranee all'interesse della società, o comunque purché sia garantita al socio la possibilità di acquisto sul mercato dei titoli mancanti <sup>(169)</sup>.

### 5.3 Condizioni soggettive, categorie di azionisti e diritto di recesso.

Da ultimo, prima di avviarci alle conclusioni, occorre verificare più da vicino la tesi, che costituisce come si è visto un'architrave dell'argomentazione, per cui, in caso di introduzione

---

<sup>(166)</sup> In passato, hanno riconosciuto il diritto a rimanere socio della società quale unico diritto individuale intangibile senza il consenso del socio inciso nella s.p.a., V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, cit., p. 250 ss.; A. CERRAI-A. MAZZONI, *La tutela del socio e delle minoranze*, op. cit., p. 45 ss., ove tutti gli ulteriori riferimenti; dopo la riforma del 2003, non è forse più possibile argomentare in favore dell'esistenza di un diritto a rimanere socio della società in senso forte, inteso nel senso che, in ogni caso, le clausole di riscatto o similari (*drag along*, *bring along*, etc.) debbano essere introdotte con il consenso unanime dei soci). Si ritiene, infatti, che, in definitiva, sia possibile accogliere una nozione attenuata del diritto a rimanere socio, nel senso accennato nel testo.

<sup>(167)</sup> Sulla natura imperativa del principio di equa valorizzazione della quota in relazione alle clausole di riscatto e a quelle ad esse assimilabili, v., per tutti, più di recente, M. NOTARI, *Exit forzato ed equa valorizzazione della quota: un binomio indissolubile?*, in *AGE*, 2021, p. 383 ss., ove completi riferimenti al dibattito.

<sup>(168)</sup> Come già osservato, una parte della dottrina nega in ogni caso che la clausola di riscatto possa essere introdotta a maggioranza, v. *supra* nt.159.

<sup>(169)</sup> Vedi sulle menzionate ipotesi ancora A. CERRAI-A. MAZZONI, *La tutela del socio*, op. loc. ult. cit., e L. CALVOSA, *La clausola di riscatto*, cit., p. 183 ss.

di una clausola che diversifichi la posizione dei soci in subordine all'avverarsi di una predeterminata condizione personale del socio, spetterebbe ai soci dissenzienti, astenuti, o assenti, il diritto di recesso. Invero, la soluzione è naturale nel caso di introduzioni di limiti alla circolazione delle azioni, ai sensi dell'art. 2437, comma secondo cod. civ., mentre non è affatto scontata per le altre situazioni soggettive sociali, attesa la proverbiale cripticità dell'art. 2437, comma primo lett g. cod. civ., secondo il quale è accordato il recesso in caso di «modifiche dei diritti di voto o di partecipazione».

Ancora una volta, per impostare correttamente il problema, giova partire dall'analisi delle fattispecie di condizioni soggettive tipiche. Mentre l'art. 2351, comma terzo cod. civ. è silente sul punto, al contrario, l'art. 127-*quinquies* T.u.f. precisa, al comma sesto, la non spettanza del diritto di recesso in caso di introduzione di una clausola di maggiorazione del voto. Dalla lettura della norma si ramifica una biforcazione interpretativa: da un lato potrebbe sostenersi che il legislatore abbia voluto confermare che non si debba riconoscere il diritto di recesso ex art. 2437, comma 1, lett. g), c.c. in caso di modifiche "indirette" <sup>(170)</sup>, quale sarebbe in ipotesi la maggiorazione dei voti in favore degli azionisti che abbiano integrato il *vesting period*; al contrario, si potrebbe ritenere invece che la norma costituisca una deroga speciale al regime ordinario <sup>(171)</sup> in virtù della sua destinazione alle società quotate (e si è già osservato, del resto,

---

<sup>(170)</sup> Offre questa lettura P.G. MARCHETTI, *Il voto maggiorato nelle società quotate*, in *Governo societario*, cit., p. 5; cfr. anche M. VENTORUZZO, *Modifiche di diritto, indirette e di fatto del diritto di voto e recesso nelle s.p.a.*, in *Giur. comm.*, II, 2015, p. 1055 ss., p. 1068. Per la nozione di modifiche indirette nell'ambito del recesso v. almeno, oltre all'articolo appena citato, anche, dello stesso autore ID, *Ancora su modifiche dei diritti di voto e di partecipazione*, in *Giur. comm.* 2017, I, p. 177 ss. Aderiscono alla tesi "estensiva", tra gli altri, anche M. LIBERTINI-(C. Angelici), *Un dialogo sul voto plurimo*, cit., p. 10; P. BUTTURINI, *Le fattispecie legali di recesso introdotte dalla riforma delle società di capitali*, in *Contratto e Impresa*, 2008, p. 375 ss.; A. DACCÒ, *Il recesso nelle s.p.a.*, in *AA. VV.*, *Le nuove s.p.a.*, a cura di L. Panzani e O. Cagnasso, II, Bologna, 2010, p. 1414 ss.; e, più di recente, S. ADDAMO, *Diritto di recesso e modifica dei diritti di voto e partecipazione*, Milano, 2022, p. 59 ss., ove tutti gli ulteriori riferimenti.

L'orientamento maggioritario, mosso in generale dalla preoccupazione di allargare eccessivamente le ipotesi di *exit* anche a casi in cui non via una reale esigenza di tutela dei soci di minoranza, ritiene, per l'appunto, che legittimino il recesso solo le modifiche "dirette" e formali dei diritti di voto e di partecipazione. Vedi, *ex multis*, anche per gli ulteriori riferimenti, V. CALANDRA BONAURA, *Il recesso del socio del socio di società di capitali*, in *Giur. comm.*, I, 2005, p. 291 ss., spec. 296; V. DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Liber amicorum Campobasso*, cit., p. 219 ss., spec. p. 228; C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali*, op. cit., p. 185 ss.; M. STELLA RICHTER Jr., *Parere sul "punto g." dell'art. 2437 cod. civ. (e su altre questioni meno misteriose)*, in *Riv. not.*, 2, 2017, p. 383 ss., spec. p. 394.

<sup>(171)</sup> V. ad es. in questa direzione, tra i molti, C.F. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato*, op. cit., p. 804; E. BARCELLONA, *sub 127-quinquies*, in *Le società per azioni*, op. cit., p. 3967 s.; F. FORNASARI, *Recesso e «diritti di voto» delle azioni o degli azionisti?*, in *Giur. comm.*, II, 2017, p. 156 ss., p. 164; M. STELLA RICHTER JR., *Ancora*

come nelle società non quotate i paletti posti dall'art. 127-*quinquies* T.u.f. non sembrano trovare integrale applicazione).

Per quanto riguarda l'art. 2351, comma terzo, cod. civ. la problematica dell'introduzione *durante societate* è invero particolarmente delicata, in virtù del fatto che gli effetti disomogenei sulle posizioni soggettive dei soci sono potenzialmente ben più marcati rispetto alla maggioranza del voto, almeno quando essa non sia introdotta considerando "retroattivamente" l'anzianità partecipativa dei soci. Come è stato più di recente messo in luce, la questione ha trovato ampio riscontro sul piano comparatistico, e, in particolare, possono enuclearsi tre diverse impostazioni: un orientamento più risalente della dottrina spagnola ha creduto di estendere analogicamente la disciplina delle modifiche pregiudizievoli dei diritti di categoria per l'"assemblea speciale" degli azionisti che abbiano subito una contrazione della capacità deliberativa; un'altra tesi, proposta dalla dottrina tedesca, stabilisce che sia invece necessario il consenso dei soci pregiudicati, un altro ancora sostiene invece la libera introducibilità a maggioranza della clausola <sup>(172)</sup>. A nostro avviso, è certamente questa la soluzione preferibile: la prima sconta la pretesa di applicare la disciplina prevista per una fattispecie, le categorie azionarie, come ampiamente indagato, nettamente diversa rispetto a quella delle clausole generali che subordinino il voto dei soci in base a predeterminate condizioni personali (nel caso invece di una categoria di azioni che abbia come regola diversa una condizione soggettiva si applicherà, invece, l'art. 2376 cod. civ. per ogni delibera dell'assemblea che leda gli azionisti di categoria, anche eventualmente per una modifica sfavorevole delle condizioni di integrazione dell'evento personale); la seconda non è condivisibile poiché, come dimostrato pocanzi, il principio di parità di trattamento nell'ambito della tecnica in discorso assume una connotazione "oggettiva" e non può certamente paralizzare

---

*in tema di recesso e modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto e di partecipazione*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, p. 160 ss.

Con riguardo al problema dell'eventuale spettanza del diritto di recesso in caso di modifiche o eliminazione della maggioranza del voto, la dottrina maggioritaria si esprime in favore della spettanza del recesso, v. infatti F. FORNASARI, *Recesso e «diritti di voto» delle azioni o degli azionisti?*, *op. cit.*, p. 164; M. STELLA RICHTER JR., *Ancora in tema di recesso*, *op. cit.*, p. 164; E. PEDERSOLI, *L'(ir)rilevanza*, *op. cit.*, p. 344 ss., il quale però riconosce il recesso solo agli azionisti che abbiano già maturato il beneficio della maggioranza; singolarmente, anche chi, come S. ADDAMO, *Il diritto di recesso*, *op. cit.*, p. 133 s. propende per la "naturale" non spettanza del recesso in caso di introduzione della maggioranza del voto (considerandola una mera modifica "di fatto" poiché concernente la situazione personale dei soci e non i diritti "incardinati" nell'azione), ritiene che, invece, in caso di modifica o eliminazione della maggioranza il recesso dovrebbe essere accordato, poiché detta modifica inciderebbe sul contenuto delle azioni.

<sup>(172)</sup> Per i relativi riferimenti v. G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, *op. cit.*, p. 208 ss.

il potere della maggioranza. Del resto, uno dei fenomeni sistematici più evidenti, e fin troppo noti, della riforma del 2003, come si è visto, è quello del netto ampliamento degli spazi per il principio maggioritario e dello speculare arretramento delle posizioni individuali dei soci. Il punto di equilibrio del sistema dopo la riforma del 2003 è stato proprio individuato dal legislatore nell'allargamento del catalogo delle ipotesi di recesso. E così, per l'appunto, il diritto di *exit* ci sembra lo strumento migliore per tutelare la posizione dei soci di minoranza che vedano immediatamente compresso il "peso" della propria partecipazione<sup>(173)</sup>, o, comunque, quella dei soci che, anche se non direttamente incisi dalla modifica, non si trovino comunque d'accordo sulla modifica di un punto centrale per l'organizzazione societaria quale il sistema di distribuzione del voto<sup>(174)</sup>.

Inoltre, occorre osservare che, se è vero che la tecnica delle condizioni personali riferite a tutte le azioni del capitale non incide direttamente e formalmente sul "contenuto" delle azioni (o meglio, se si aderisce alla teoria che considera le condizioni soggettive quali diritti condizionati dell'azione, l'incisione sul contenuto delle azioni è del tutto peculiare poiché consente una modifica di questo senza la creazione di categorie azionarie), ciò nondimeno, il potenziale effetto sostanziale sulla posizione dei soci (in termini di incisione diretta o indiretta che sia), rispetto a quello conseguente all'introduzione di una categoria di azioni, salvo le peculiarità strutturali delle due differenti tecniche (legate alla "ontologica" potenziale temporaneità della prima), è il medesimo. Dunque, qualora si voglia negare il diritto di recesso agli azionisti pregiudicati per effetto dell'introduzione di una condizione soggettiva, si esporrebbero questi ultimi a un notevole vuoto di tutela, acuito dal fatto che non sembra applicabile, né analogicamente, né in via statutaria, l'"altra" tutela dell'art. 2376 cod. civ., proprio in ragione delle differenze strutturali, ampiamente indagate, tra le due tecniche<sup>(175)</sup>.

Questa ragione, induce anche, almeno con riguardo alla tecnica delle condizioni soggettive, e almeno come ipotesi tendenziale, a interpretare estensivamente la locuzione «diritti di

---

<sup>(173)</sup> Come già osservato, propende per la spettanza del recesso solo per i soci immediatamente danneggiati dalla modifica, di carattere, dunque, "attuale", E. PEDERSOLI, *L'(ir)rilevanza*, *op. loc. ult. cit.*

<sup>(174)</sup> A favore di quest'ultima tesi v. anche L. CALVOSA, *La partecipazione eccedente*, *cit.* p. 205 ss.; A. POMELLI, *Autonomia statutaria e parità di trattamento*, *cit.*, p. 861; G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza*, *cit.*, p. 241; G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, *op. loc. ult. cit.*; *contra* v. S. ADDAMO, *Diritto di recesso*, *cit.*, p. 115 ss., la quale nega il diritto di recesso poiché, trattandosi di una diversificazione del voto su base soggettiva, il pregiudizio subito dai soci sarebbe dunque inquadrabile come un mero pregiudizio di fatto.

<sup>(175)</sup> In senso contrario, mostrandosi possibilista per entrambe le ipotesi, G.A. RESCIO, *Tetti di voto*, *cit.*, p. 243 nt. 41.

partecipazione»<sup>(176)</sup>, dovendosi quindi accordare il diritto di recesso anche nel caso di introduzione di condizioni soggettive a cui siano subordinate situazione soggettive sociali diverse dal voto e dai diritti patrimoniali.

6. Conclusioni: *La personalizzazione del «co-tipo» della società per azioni che non ricorre al mercato del capitale di rischio e la natura suppletiva del principio di spersonalizzazione “assoluta” della partecipazione.*

In definitiva, all’esito dell’analisi che si è effettuato, nella quale si è creduto di poter individuare uno spazio di legittimità per la tecnica della differenziazione della posizione dei soci in subordine all’avverarsi di predeterminate condizioni personali, bisogna osservare come l’effetto sistematico più dirompente che l’adesione alla tesi in discorso sembra adombrare, sarebbe quello di arrivare ad ammettere che la funzione organizzativa di *diretta* unità di misura della partecipazione dell’azione non sia, invero, più, caratteristica “*tipologica*” indefettibile della fattispecie azionaria, quanto piuttosto un connotato tendenziale del tipo, superabile entro certi limiti dall’autonomia statutaria. Invero, quale effettivo criterio di allocazione del voto, più che il “numero” e la “qualità” (la categoria) delle azioni possedute, a rilevare, in prima battuta, sarebbe la differente situazione personale del socio che man mano si trova a possedere le azioni, in grado di ripercuotersi in senso modificativo sul “contenuto” di queste (senza la creazione di una categoria di azioni), o comunque di incidere sulla legittimazione del socio all’esercizio del diritto di voto.

Da quest’ultima prospettiva, le differenze tra le due teorie sulla qualificazione degli istituti in commento che si sono analizzate, sembrano, invero, potersi assottigliare (o comunque convergere) quanto alle teoriche potenziali ricadute di sistema. In effetti, la teoria che propende per l’incisione della limitazione del voto conseguente all’azionarsi di un tetto o del beneficio della maggiorazione sul “contenuto” dell’azione, se tende comunque a cercare di contemperare il rilievo personale dei soci con la natura “oggettiva” della fattispecie azionaria, finisce poi per sottoporre a una forte tensione i suoi tradizionali connotati identitari. Chi invece ipotizza che i

---

<sup>(176)</sup> Per alcuni autori, v. ad es. A. PACIELLO, *sub art. 2437 – 2437-sexies*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno D’Alcontres, *cit.*, p. 1114 ss.; e V. CALANDRA BONAURA, *Il recesso del socio*, *cit.*, p. 196, l’espressione «diritti di partecipazione» si riferisce ai soli diritti patrimoniali, mentre secondo altri, v. V. DI CATALDO, *Il recesso del socio*, *cit.*, p. 228 e G. MARASÀ, *sub artt. 2437 – 2437-quinques*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d’Alessandro, II, Padova, 2010, p.784, la locuzione si riferirebbe anche ai diritti amministrativi diversi dal diritto di voto.

menzionati istituti, sul piano morfologico, si collochino all'”esterno” della fattispecie azionaria, ma, cionondimeno, tende ad ammettere, in omaggio all'ampio *favor* per l'autonomia statutaria nelle s.p.a. chiuse, che esse non vadano considerate di per sé ipotesi eccezionali <sup>(177)</sup> (o comunque ammette l'esistenza di un principio di atipicità nelle limitazioni del diritto di voto che operino sul piano della legittimazione del socio all'esercizio del diritto <sup>(178)</sup>), finisce comunque per assumere che l'azione non rappresenti più, almeno dal versante del diritto di voto, la tecnica esclusiva di conformazione (e differenziazione) “statutaria” della partecipazione dei soci nella società per azioni.

Sul piano delle ricadute in merito all'effettivo atteggiarsi sul piano tipologico della società per azioni, questa tesi è foriera di rilevanti conseguenze. In effetti, ammettere che aspetti centrali nella conformazione della partecipazione azionaria (invero non limitati solo al profilo della circolazione della partecipazione, le cui peculiarità, comunque, come si è sostenuto, non possono essere indifferenti per la ricostruzione del “tipo”) differiscano a seconda della circostanza che una società sia quotata (o comunque ricorra istituzionalmente al mercato del capitale di rischio) o meno, pur nella non corrispondenza di questa bipartizione sul piano della tipologia della realtà, significa arrivare alla conclusione che la fattispecie azionaria possa assumere diversi connotati a seconda delle concrete modalità di attuazione del programma di investimento deciso dai soci, ma così, allora, perdendo la sua unitarietà e confermando allora quell'intuizione di chi ha parlato di crisi della fattispecie e dell'opportunità, piuttosto, di ricercare piuttosto i singoli nuclei inderogabili di disciplina nei diversi modelli societari. Certo, ciò non significa che non sia ancora possibile identificare gli elementi comuni a tutti i modelli (nella s.r.l si era detta che la tesi maggioritaria sembra orientarsi verso la necessità della permanenza di almeno una quota conforme al modello legale), come del resto si potrebbe predicare anche per la s.p.a., ad esempio con riguardo all'organizzazione corporativa e alla funzione del consiglio di amministrazione, che rimane in tutti i modelli della società anonima esclusivo depositario di qualsiasi “aspetto” della gestione dell'impresa. Sembra però, per l'appunto, che anche nella società anonima le differenze di disciplina che si sono stratificate nel tempo tra i vari modelli possano tendenzialmente illuminare un tipo variabile e multiforme, financo nelle sue tradizionali caratteristiche cardinali di “fattispecie”; insomma - mutuando un'espressione su cui si è già precedentemente indugiato in materia di s.r.l. P.M.I. -, anche con riferimento alle vicende della s.p.a. chiusa (che racchiude anche alcune s.p.a. con azioni

---

<sup>(177)</sup> V., sia pure in termini dubitativi, M. CIAN- C. SANDEI, *La partecipazione azionaria*, op. cit., p. 150 ss.

<sup>(178)</sup> In questo senso v. G. D'ATTORRE, *Opa obbligatoria statutaria e sospensione del diritto di voto*, cit. p. 693.

negoziare negli M.T.F.) potrebbe essere corretto parlare di «co-tipo», sia pure in virtù di diversi elementi e caratteristiche, nella peculiare accezione che si è colà illustrata.

A livello generale, i riconosciuti ampi spazi di personalizzazione della partecipazione nella società per azioni chiusa (per certi aspetti invero come visto anche più ampi), sembrano peraltro avvicinare questa alla s.r.l P.M.I., piuttosto che alla società per azioni quotate, sicché, ragionando *de iure condendo*, o si continuerà la sempre più vicina competizione tra i primi due modelli menzionati nell'ambito delle società "chiuse" (ed in questo senso la s.p.a. comunque continua ad avere alcuni vantaggi competitivi, come la possibilità di acquistare le azioni proprie, particolarmente utile nelle società chiuse come tecnica di liquidazione degli investimenti, ovvero la possibilità di diversificare e flessibilizzare le fonti di finanziamento con l'emissione degli strumenti finanziari partecipativi), ovvero, un domani, se il *trend sistematico* di avvicinamento tra i due modelli dovesse continuare ancora, potrebbe addirittura ragionarsi sull'opportunità di differenziare le società di capitali a seconda del fatto che possano o meno ricorrere istituzionalmente al mercato del capitale di rischio, avvicinandosi così alle esperienze dei diritti di *common law*.

### **Indice bibliografico della dottrina:**

AA. VV. in *Voto maggiorato, voto multiplo e modifiche dell'OPA*, in *Giur. comm.* 2015, I, p. 211 ss.

ABBADESSA PIETRO, *La gestione dell'impresa nella società per azioni. Profili organizzativi*, Milano, 1975.

ABBADESSA PIETRO, *Le disposizioni generali sulle società*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, XVI, Torino, 1985, p. 5 ss.

ABBADESSA PIETRO, *Rapporto di dominio e autonomia privata nel diritto societario italiano*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, I, p. 545 ss.

ABBADESSA PIETRO, *sub 2325, Società di capitali. Commentario*, I, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, p. 1 ss.

ABBADESSA PIETRO – GINEVRA ENRICO, *sub 2325-bis in Società di capitali. Commentario*, I, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004.



ABBADESSA, *Assemblea e operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, in *Le operazioni con parti correlate*, a cura di Cariello, Milano, p. 17 ss.

ABBADESSA PIETRO, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a M. Libertini*, Milano, 2015, p. 3 ss.

ABU AWDAD AMAL, *Profili di tutela delle azioni convertibili*, in *Società banche crisi di impresa. Liber amicorum Abbadessa*, Milano, 2014, I, p. 459 ss.

ABU AWDAD AMAL, *sub. 2376*, in *Le società per azioni*, a cura di Abbadessa e Portale, t.1, 201

ABRIANI NICCOLÒ, *sub 2351* in *Il nuovo diritto societario*, diretto da Cottino-Bonfante-Cagnasso- Montalenti, I, Bologna, 2004.

ABRIANI NICCOLÒ, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, IV, 1, Padova, 2010.

ABRIANI NICCOLÒ, *I conferimenti*, in *Le società azionarie*, a cura di Abriani, Ambrosini, Cagnasso, Montalenti, in *Trattato delle società*

ABRIANI NICCOLÒ, *L'assemblea*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, IV, Padova, 2010.

ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggioranza del diritto di voto degli azionisti fedeli*, in *Giustizia civile. com* (del 29 settembre 2014).

ABRIANI NICCOLÒ, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, in *RDS*, 2019, I, p. 501 ss.

ABRIANI NICCOLÒ, *Quote, categorie di quote e strumenti finanziari delle s.r.l. Pmi: possibilità di razionalizzare il sistema?*, in *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo ?*, a cura di Montalenti e Notari, Milano, 2020.

ACERBI PIETRO, *Osservazioni sulle stock options e sull'azionariato dei dipendenti*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 1218 ss.

ADDAMO SARA, *Diritto di recesso e modifica dei diritti di voto e partecipazione*, Milano, 2022

AGNSTER PETER - CAPIZZI ANTONIO – GIUDICI PAOLO, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2020, II, p. 353 ss.

ALLECA GIUSEPPE PAOLO, *L'intangibilità della posizione del socio di s.r.l.*, in *Riv. Soc.*, 2017, p.1087 ss.

ANGELICI CARLO, *La società nulla*, Milano, 1984.

ANGELICI CARLO, *Le disposizioni generali sulla società per azioni*, in *Trattato di diritto privato* diretto da Pietro Rescigno, XVII, Torino, 1985, p. 199 ss.

ANGELICI CARLO, *La costituzione della società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da Rescigno, XIV, Torino, 1985, p. 259 ss.

ANGELICI CARLO, *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, p. 1 ss

ANGELICI CARLO, voce *Società per azioni*, in *Enc. giur.*, XLII, t. IV., Roma, 1991, p. 3 ss.

ANGELICI CARLO, *Le azioni*, in *il Codice Civile. Commentario* diretto da Schlesinger (art. 2346-2356), Milano, 1992

ANGELICI CARLO, *La circolazione della partecipazione azionaria*, *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 2\*, Utet, Torino, 1991, p. 101 ss.

ANGELICI CARLO, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006

ANGELICI CARLO, *Fra “mercato” e “società”: a proposito di venture capital e drag-along*, in *Dir. banc. e merc. fin.*, 2011, I, 23 ss.

ANGELICI CARLO, *La società per azioni*, I, *Principi e problemi*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.*, già diretto da A. Cicu, F. Messineo, L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger, Milano, 2015.

ANGELICI CARLO, *Note sul “contrattualismo societario: a proposito del pensiero di Francesco Denozza*, in *Esiste uno stile giuridico neoliberale?*, *Atti dei seminari per Francesco Denozza*, a cura di Sacchi e Toffoletto, Milano, 2019, p. 41 ss.

ANGELILLIS ANDREA – VITALI MATTEO, *sub art. 2351*, 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.

ANNUNZIATA FILIPPO, *sub 2373-bis*, in *Le s.r.l.*, a cura di Bianchi, Milano, 2008, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti et. alt., p. 538 ss.

ANNUNZIATA FILIPPO, *AIM Italia e disciplina degli emittenti 10 anni dopo*, in *Riv. soc.*, 2020, p. 242 ss.

ANTONINI ROBERTO, *L’evoluzione della s.p.a.: dalla società di sacchi di denaro alle categorie di azionisti*, in *Quaderni di diritto bancario* n. 1, 2021

ARNOLD MICHAEL, *sub §134, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, a cura di Kropff, Semler, München, 2014.

ASCARELLI TULLIO, *Sui limiti statutarî alla circolazione delle azioni e sui diritti individuali degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1931, II, p. 487, p.490 ss.

ASCARELLI TULLIO, *Interesse sociale e interesse comune nel voto*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1951, p. 1145 e ss.

ASCARELLI TULLIO “*Sui limiti statutarî alla circolazione delle partecipazioni azionarie*”, *Banca, borsa, tit. cred.*, 1953, I, p.281

ASCARELLI TULLIO, *Considerazioni in tema di società e personalità giuridica*, in *Saggi di diritto commerciale*, 1955, Milano, p. 129 ss.

ASCARELLI TULLIO, *Tipologia della società per azioni e disciplina giuridica*, in *Riv. soc.* 1959, p. 995 ss.

ASCARELLI TULLIO, *Corso di diritto commerciale*<sup>3</sup>, Milano, 1962

ASQUINI ALBERTO, *I battelli del Reno*, in *Riv. soc.* 1959, p. 628 ss.

ASQUINI ALBERTO, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, in *Riv. soc.*, 1961, p.929 ss.

ASQUINI ALBERTO, *Sui limiti di validità delle clausole di gradimento al trasferimento delle azioni*, in *Riv. soc.*, 1961, p. 725 e ss.

ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, Bologna, 2012

AUTORI, *sub 2349* 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, 188 e ss.

AVAGLIANO MARCO, *Detenzione della maggioranza del capitale e circolazione delle partecipazioni nella s.r.l.: dalle “classi e categorie di partecipazioni” ai “particolari obblighi”*, in *S.r.l. artigiana e autonomia statutaria*, Milano, 2007, p. 163 ss.

BAYER WALTER, *sub § 68*, in *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, a cura di Goette, Habersack, 2004, Rdn 60

BAYER WALTER – HOFFMANN THOMAS, *Aktienrecht in Zahlen: Vinkulierungsklauseln bei Aktiengesellschaften*, in *AG-Report 2007*, p. 375

BARCELLONA EUGENIO, *Clausole di put & call a prezzo predefinito. Fra divieto di patto leonino e principio di corrispettività*, Milano, 2004

BARCELLONA EUGENIO, *Rischio e potere nel diritto societario riformato (tra golden quota di s.r.l. e strumenti finanziari partecipativi di s.p.a.)*, Torino, 2012.

BARCELLONA EUGENIO, *sub art. 2351*, comma quarto, in *Le società per azioni*, a cura di Abbadessa e Portale, t.1, 2016, p.563 ss.

BARCELLONA EUGENIO, *sub 127 quinquies*, in *Le società per azioni*, t. II, diretto da Abbadessa e Portale, 2016, Milano, p. 3951 ss.

BARCHI, *L'esclusione del socio nella società a responsabilità limitata*, in *Notariato*, 2006, 2, 149 ss.

BARTALENA ANDREA, *Le prestazioni accessorie*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, Torino, 2004, p. 801 ss.,

BARTOLACELLI ALESSIO, *Profili del recesso ad nutum nella società per azioni*, *Contr. e impr.*, 2004, p. 1162 ss.

BAUMS THEODOR, *Höchststimmrechte*, in *AG*, 1990, p. 221 ss.

BENAZZO PAOLO, *Autonomia statutaria e quozienti assembleari nella società per azioni*, Milano, 1999

BENAZZO PAOLO, *Le “pene civili” nel diritto privato di impresa*, Milano, 2005

BENAZZO PAOLO, *La s.r.l. start-up innovativa*, in *N. leggi civ.*, 2014, p. 1109.

BENAZZO PAOLO, *Start-up e PMI innovative*, in *Dig. Disc. Privat., Sez. comm.*, Milano, 2017, p. 467 ss.

BENAZZO PAOLO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della “nuovissima” s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?*, in *Riv. Soc.*, 2018, p.1441 ss.

BENUSSI ALESSANDRO, *Considerazioni in ordine alla estromissione forzata del socio nelle società di capitali*, in *Il diritto delle società oggi*, diretto da P. Benazzo - M. Cera-S. Patriarca, Milano, 2011

BERTOLOTTI GIANLUCA, *Società con prestazioni accessorie*, Milano, 2008.

BETTI EMILIO, *Teoria generale del negozio giuridico*, terza ristampa della 2. ed., Torino, 1960.

BEVILACQUA GUIDO – MASOTTI MASSIMO, *L'esclusione del socio di società per azioni “chiusa”: applicazione analogica dell'articolo 2473-bis, cod. civ. o ricorso a rimedi alternativi?* In *Riv. op. straord.* 2018/6

BIANCA CESARE, *Diritto civile, Il contratto*, III ed., Milano, 2019.

BIANCHI LUIGI ARTURO – FELLER ALESSANDRA, sub art. 2468, in *Società a responsabilità limitata*, a cura di L. A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, p. 291 ss.

BIGIAVI WALTER, “*La clausola di gradimento al trapasso delle azioni*”, *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1953, 1, p. 11 e ss.

BIONE MASSIMO, *Le azioni*, in *Azioni – Gruppi, Trattato della società per azioni*, 2\*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 1991, p.3 ss.

BIONE MASSIMO, *Informazione ed exit: brevi note in tema di recesso nella s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, III, 2006, Milano, 207 e ss.

BIONE MASSIMO, *Il voto multiplo, digressioni sul tema*, in *Giur. Comm.*, 2011, I, p. 663

BIONE MASSIMO, *Legittimità del voto capitaro nella s.p.a.?* in *Giur. comm.* 2012, I, p. 625 ss.

BIONE MASSIMO, *Il principio di corrispondenza tra rischio e potere e le azioni a voto plurimo: notareelle sul tema*, in *Giur. Comm.*, 2015, I, p. 266 ss.

BECKERT UVE, *Personalistische Leitung von Aktiengesellschaft*, Baden-Baden, 2009.

BLANDINI ANTONIO, *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Giur.comm.* 2004, I, p. 467 ss.

BLANDINI ANTONIO, *Società quotate e società diffuse. Le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da Perlingieri, t. V., 2005, p. 142 ss

BLANDINI ANTONIO, *Categorie di quote, categorie di soci*, Milano, 2009

BOCCHINI ERMANNIO, *Atti e fatti nella teoria della pubblicità legale commerciale*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 240 ss.

BONELLI FRANCO, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma*, Milano, 2004

BONOTTO LAURA, sub art. 2370, in *Assemblea*, a cura di A. Picciau, in *Commentario alla riforma delle società*, a cura di Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari, Milano, 2008.

C. BÖTTCHER-J. BEINERT- B.H. HENNERKES, *Möglichkeiten zur Aufrechterhaltung des Familiencharakters einer Aktiengesellschaft*, DB 1971, p. 1998 ss

BUCHBERGER MATTHIEU, *L'ordre public sociétaire*, in *Mélanges offerts en l'honneur du professeur Michel Germain*, Paris, 2015.

BUONOCORE VINCENZO, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1960

BUREAU D., *L'altération des types sociétaires*, in *Études de droit privé. Melanges offerts a P. Didier*, Paris, 2008, p. 57 ss.

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 maggiorato, in *Società*, 2014 p. 1048 ss.

BUSI CARLO, *Le clauseole di prelazione nella s.p.a.*, in *Riv. not.* 2005, p. 453 ss

BUSI CARLO, *Assemblea e decisioni dei soci nella società per azioni e nella società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto dell'economia* diretto da Picozza e Gabrielli, Padova, 2008.

BUTTURINI PAOLO, *Società di capitali con termine (particolarmente) lungo e diritto di recesso ad nutum*, in *Contratto e impr.*, 2016, 909

BUTTURINI PAOLO, *Le fattispecie legali di recesso introdotte dalla riforma delle società di capitali*, in *Contratto e Impresa*, 2008, p. 375 ss.

CACCHI PESSANI STEFANO, sub 2466, in *Società a responsabilità limitata*, a cura di L. A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, p.207 ss.

CALLEGARI MIA, sub 2437, in *La riforma delle società*, a cura di Sandulli e Santoro, 2004, p. 1389

CAGNASSO ORESTE, *Azioni di società*, in *Digesto delle discipline privatistiche, Sez. Commerciale*, II vol., Torino, 1987, p. 131 ss.

CAGNASSO ORESTE, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale a cura di Cottino*, t. V., 2007, p. 125

CAGNASSO ORESTE, *La s.r.l.: un tipo societario “senza qualità”?*, in *Nuovo dir. soc.*, 2013/5, p. 7 ss.

CAGNASSO ORESTE, *Il socio di s.r.l. privo del diritto di voto. Qualche riflessione in tema di proprietà e controllo nell’ambito della s.r.l. PMI*, in *NDS*, 2018, p. 917 ss.

CAGNASSO ORESTE, *La S.r.l. piccola e media impresa (pmi)*, in *Le società a responsabilità limitata*, I, a cura di Ibba e Marasà, Milano, 2020, p. 91 ss.

CAGNASSO ORESTE, *Profili organizzativi e disciplina applicabile alle s.r.l. e pmi*, in *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, a cura di Montalenti e Notari, Torino, 2020 p. 61 ss.

CALANDRA BONAURA VINCENZO, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 291 ss.

CALIFANO GIAN VITO, *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2010

CALVOSA LUCIA, *La clausola di riscatto nella società per azioni.*, Milano, 1995

CALVOSA LUCIA, *La partecipazione eccedente e i limiti al diritto di voto*, Milano, 1999.

CALVOSA LUCIA, sub art. 2437-sexies, in *Le società per azioni*, a cura di Abbadessa e Portale, t. I, Milano, 2016, p. 2565 ss.

CALVOSA LUCIA, *Azioni riscattabili*, in *Società e fallimento*, a cura di Abriani e Castagnola, II, Milano, 2008, p. 400 ss.

CAMPOBASSO GIAN FRANCO, *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, VIII ed., a cura di M. Campobasso, Torino, 2014.

CAMPOBASSO MARIO, sub 2344, in *Le società per azioni*, a cura di Abbadessa e Portale, t. I, Milano, 2016, p. 433 ss.

CAMPOBASSO MARIO, *Il futuro de le società di capitali?*, in *Banca, Borsa tit. cred.*, 2019, I, p. 138.

CAMPOBASSO MARIO, *La società a responsabilità limitata. Un modello “senza qualità”?* 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.

CAPPIELLO STEFANO, *Recesso ad nutum e recesso per giusta causa nelle s.p.a. e nella s.r.l.*, *Riv. dir. comm.*, 2004, I, p. 497 ss.

CAPRARA ANDREA, *Recesso ad nutum e società a tempo solo formalmente determinato nella giurisprudenza della cassazione*, in *Contratto e impr.*, 2016, 779 e ss.

CARIELLO VINCENZO, *Controllo congiunto e accordi parasociali*, Milano, 1997

CARIELLO VINCENZO – SPOLIDORO MARCO SAVERIO, *Azioni e altri strumenti finanziari*, in *Riv. soc.* 2002, p. 1471 e ss.

CARIELLO VINCENZO, *Dal controllo congiunto all'attività congiunta di direzione e coordinamento delle società*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 1 ss.

CARMIGNANI SOANA, *sub 2437*, in *Il nuovo diritto societario*, II, a cura di Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, p. 882

CARNEVALI UGO, voce *Intestazione fiduciaria*, in *Dizionario di diritto privato* a cura di N. Irti, 3

CARRIERE PAOLO, *Le operazioni di portage azionario*, Milano, 2008

CASELLA MARIO, *Legittimità del voto scalare nelle società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 1973, p. 417 ss.

CASELLA MARIO, *Clausola di gradimento*, in *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, a cura di Bonelli e Jaeger, Milano, 1993, p. 317 ss.

CASELLI GIOVANNI, *Problemi in tema di nomina degli amministratori di società per azioni*, in *Contr. e impr.*, 1989, I, p. 69 ss.

CAVANNA MAURIZIO – PETRAZZINI BARBARA, *sub art. 2341*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti*, Bologna, 2004.

CERA MARIO, *Note minime, e critiche, sul recesso ad nutum del socio di s.p.a. a tempo indeterminato*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 632 e ss.

CERRAI ALESSANDRO – MAZZONI ALBERTO, *La tutela del socio e delle minoranze*, in *Riv. soc.*, 1993, p. 1 ss.

CERRATO STEFANO, *sub artt. 2439 – 2440*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti*, Bologna, 2004.

CETRA ANTONIO, *La s.r.l.-p.m.i.: disciplina legale e autonomia statutaria*, in *Patrimonio sociale e governo dell'impresa. Dialoghi tra giurisprudenza, dottrina e prassi in ricordo di G.F. Colombo*, a cura di G.A. Rescio e M. Speranzin, 2020, Torino.

CHIAPPETTA FRANCESCO, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi*, in *Riv. soc.*, 2005, 503 ss.

CIAN GIORGIO– TRABUCCHI ANTONIO, *Commentario breve al codice civile*, Padova, 2007

CIAN MARCO, *Clausola statutaria di prelazione e conferimento di azioni in società interamente posseduta*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2004, I, p. 693 ss.

CIAN MARCO, *Strumenti finanziari dematerializzati, diritto cartolare e diritto societario*, in *Banca, borsa, tit. di cred.*, 2005, I, p. 11 ss.

CIAN MARCO, *sub art. 2355-bis*, in *Commentario breve al codice civile*, a cura di G. Cian, Padova, 2011

CIAN MARCO- SANDEI CLAUDIA, *La partecipazione azionaria. La fattispecie*, in *Trattato diritto privato*, diretto da P. Rescigno, t. V, Torino, 2012, p. 113 ss.

CIAN MARCO, *Le società start-up innovative. Problemi definitivi e tipologici*, in AIDA, 2013, p. 409 ss.

CIAN MARCO – SANDEI CLAUDIA, *sub 2351*, in *Commentario del Codice Civile* diretto da Gabrielli, vol. III, Torino, 2015.

CIAN MARCO, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, II, p. 818 ss.

CIAN MARCO, *La compagine sociale delle s.t.p. nei primi orientamenti della prassi: un puzzle incomponibile*, in *Giur. comm.*, 2019, II, p. 686 ss.

CIAN MARCO, *L'organizzazione produttiva: elementi costitutivi*, in *Diritto commerciale*, III, a cura di CIAN MARCO, Torino, 2020, p. 18 ss.

CIAN MARCO, *Riscatto della partecipazione vs esclusione del socio nella s.r.l.*, in *NLCC* 2020/5, p. 1196 ss.

CIAN MARCO, *Dalla s.r.l. a base personalistica alle quote "finanziarie" e alla destinazione ai mercati: tante s.r.l.?*, in *La società a responsabilità limitata: un modello trans tipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di M. Irrera, Torino, 2020.

CIAN MARCO, *Diritto commerciale*<sup>3</sup>, III., *Diritto delle società*, a cura di M. Cian, Torino, 2020.

CIAN MARCO, *"Unitarietà" e "disgregabilità" della partecipazione di s.r.l. nelle vicende organizzative*, in *Giur. comm.* 2021, I, p. 396 ss.

CIAN MARCO, *Il tipo s.r.l.?*, in *NLCC* 2021/2, p. 293 ss.

CIOCCA NICOLETTA, *sub art. 2347-sexies*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, II, Padova, 2010.

CIVERRA ENRICO, *Società di capitali e posizione del socio*, Milano, 2010

COPPOLA ANTONIO, *sub art. 2368-2369*, in *Società di capitali*, a cura di Sandulli e Santoro, 2004.

CORAPI DIEGO, *Gli statuti della società per azioni*, Milano, 1971.

CORAPI DIEGO, *La riforma italiana delle società di capitali: modelli continentali, modelli di common law, modello comunitario*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. Cian, Padova, 2004, p. 95

CORAPI DIEGO, *Clausole di gradimento e clausole di prelazione dopo la riforma societaria*, in *Società*, 2005, p. 831 ss.

CORSI FRANCESCO, *Il fantasma della clausola di gradimento*, in *Giur. comm.*, 1986, I, p. 19 ss.

CORSI FRANCESCO, *Le nuove società di capitali*, Milano, 2004.

CORSO SILVIA, *Le s.r.l. "aperte" al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, Milano, 2021

COSSU MONICA, *Le start up innovative in forma di società a responsabilità limitata. Profili privatistici*, in *Società, Banche e Crisi d'impresa, Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da Campobasso, Cariello, Di Cataldo, Guerrera, Sciarrone Alibrandi, Assago, 2014, p. 1705 ss.

COSTA CONCETTO, *Le assemblee speciali*, in *Trattato della società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 3\*\*, Torino, 1993.

COSTI RENZO, *Note sul diritto di informazione e di ispezione del socio*, in *Riv. Soc.* 1963

COSTI RENZO, *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali (parere pro veritate)*, in *Giur.comm.*, 1990, I, p. 566 ss.

COSTI RENZO, *I sindacati di voto nella legislazione speciale più recente*, in *Giur. comm.* 1992, I, p. 24 e ss.

COSTI RENZO, *I patti parasociali e il collegamento negoziale*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 203 ss.

COTTINO GASTONE, *Del riporto. Della permuta*, in *Commentario del Codice Civile*, a cura di Scialoja e Branca, Bologna-Roma, 1970

COTTINO GASTONE- MINERVINI GUSTAVO, *La società per azioni a cent'anni dal codice di commercio, in 882-1982. Cento anni dal codice di commercio, Atti del convegno internazionale di studi di Taormina del novembre 1982*, Milano, p. 1984, p.107 ss.

COTTINO GASTONE, *La società commerciale tra personalizzazione e spersonalizzazione, in Imprenditorialità e diritto nell'esperienza storica*, a cura di Marrone, *Atti del Convegno di Erice del 22-25 novembre*, 1988, Palermo, 1992, p. 187 s

COTTINO GASTONE, *Le società. Diritto commerciale*<sup>4</sup>, I, Padova, 1999.

COTTINO GASTONE, *Contrattualismo e istituzionalismo (Variazioni sul tema in base a uno spunto di Giorgio Oppò)*, in *Riv. soc.* 2005, p. 693 ss.

COURET ALAIN, *Le plafonnement du droit de vote dans les sociétés anonymes*, in *Droit et patrimoine*, 1993/2, p. 50 ss.

COURET ALAIN, *Le retour du débat sur le droit de vote double*, *JCP E*, 2013, p. 1518 ss.

COZIAN M.- VIANDER A. - DEBOISSY F., *Droit des sociétés*<sup>28</sup>, Paris, 2015.

CUGNASCO ROBERTO, *La maggiorazione del dividendo nelle società quotate*, in *Riv. dir. comm.* 2011, p. 934 ss.

CUGNASCO ROBERTO, *Commento all'art. 127 quater in Commentario al T.u.f.*, a cura di Vella, t. II, Torino, 2015

CUSA EMANUELE, *Il socio finanziatore nelle cooperative*, Milano, 2006.

DACCÒ ALESSANDRA, *Diritti particolari e recesso dalla s.r.l.*, Milano, 2004

DACCÒ ALESSANDRA, *Il recesso nelle s.p.a.*, in *Le nuove s.p.a.*, a cura di Cagnasso e Panzani, Bologna, 2010, I, p. 1420

DAL SOGLIO PAOLO, *sub 2355-bis*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, Padova, 2005, p. 340

D'ALESSANDRO FLORIANO, *I titoli di partecipazione*, Milano, 1968.

D'ANGELO FRANCESCO, *Sulle clausole limitative al possesso azionario*, in *Riv. dir. civ.* 1996, II, 579 ss.

D'ATTORRE GIACOMO, *Il principio di eguaglianza tra soci nella società per azioni*, Milano, 2007.

D'ATTORRE GIACOMO, *Opa obbligatoria statutaria e sospensione del diritto di voto*, in *Giur.comm.*, 2008, I, p. 679 ss.

DENTAMARO ANNAMARIA, *sub 2355-bis*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, Bologna, 2004, I, p. 384



DENTAMARO ANNAMARIA, sub 2351 in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009. Commentario*, diretto da Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti, Bologna, 2009

DENTAMARO ANNAMARIA, sub 2355-bis, in *Codice commentato delle società*, a cura di Abriani e Stella Richter Jr., Torino, 2010, p.726

DENTAMARO ANNAMARIA, *Apertura della s.r.l. PMI tra divieto di rappresentazione delle quote ex art. 2468, comma 1, c.c. e tutela dell'investitore*, 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.

DE LUCA NICOLA, «Partecipazione azionaria» e tipicità delle società di capitali, in *Riv. dir. civ.*, 2004, p. 867 ss.

DE LUCA NICOLA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, Torino, 2007.

DE LUCA NICOLA, *Problemi di fedeltà ed eguaglianza tra azionisti: riflessioni sull'art. 127-quater T.u.f.*, in *RDS*, 2012, p. 23 ss.

DE LUCA NICOLA, *Ancora sulle clausole statutarie di accomodamento e trascinarsi (tag e drag along). Possono essere introdotte a maggioranza?*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 2013, II, p. 65 ss.

DE LUCA NICOLA, sub art. 2368-2369, in *Le società per azioni*, a cura di Abbadessa e Portale, Milano, 2016

DE LUCA NICOLA- STAGNO D' ALCONTRES ALBERTO, *Manuale delle società*, Torino, 2020

DE MARTINI ANGELO, *Azioni e obbligazioni di società*, in *Enc. della banca e della borsa*, IV, Milano, 1968, p. 58 s

DE NOVA GIORGIO, *Il tipo contrattuale*, Padova, 1974.

DE NOVA GIORGIO, *Il diritto di recesso del socio di società per azioni come opzione di vendita*, in *Riv. dir. priv.*, 2004 p. 329 ss.

DE NOVA GIORGIO, *Le nuove frontiere del risarcimento del danno: i punitive damages*, in *Jus Civile*, 2017, 5, p. 388 ss.

DENOZZA FRANCESCO, «Sopravvivenza (ma entro quali limiti?) delle clausole di gradimento», in *Giur. comm.*, 1979, II, p. 10 e ss.

DENOZZA FRANCESCO, *Verso il tramonto dell'interesse sociale*, in *La dialettica degli interessi nella società per azioni*, a cura di Paciello, Napoli, 2011, p. 89 ss.

DENOZZA FRANCESCO, *L'interesse sociale tra "coordinamento" e "cooperazione"*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*. In ricordo di P.G. Jaeger, Milano, 2012, p. 3 ss.

DENOZZA FRANCESCO, *Quattro variazioni sul tema: "contratto, impresa, società, nel pensiero di Carlo Angelici*, in *Giur. comm.* 2013, I, (da cui si cita) p. 480 ss.

DENOZZA FRANCESCO, *Logica dello scambio e "contrattualità": la società per azioni davanti alla crisi*, in *Giur. comm.* 2015, I, p. 6 ss.

DELLI PRISCOLI LORENZO, sub art. 2473, in *Codice commentato delle s.r.l.*, diretto da P. Benazzo e S. Patriarca, Torino, 2006, p. 276 ss.

- DESARIO MICHELE SALVATORE, *L'esclusione del socio di s.p.a. per giusta causa*, in *Soc.* 2009, 3, p. 269 ss.
- DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, III, 2006, Milano, 217 ss.
- DI CECCO GIUSTINO, *Il diritto di recesso del socio di società di capitali dopo la riforma*, in *Riv. dir. impr.*, 2005, p.33 ss.
- DI CECCO GIUSTINO, *Conversione e convertibilità dei titoli azionari*, Milano, 2012
- DI CECCO GIUSTINO, *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, Torino, 2013.
- DIMUNDO FRANCESCO, *sub 2348*, in *La riforma del diritto societario, Commentario*, a cura di Lo Cascio, v. 4., Milano, 2003
- DI SABATO FRANCO, *Manuale delle società*, Torino, 1995.
- DOLMETTA ANGELO, *Sul "tipo" S.r.l.*, in *S.r.l.*, Commentario dedicato a Portale, a cura di Dolmetta e Presti, Milano, 2011, p. 15 ss.
- DOLMETTA ANGELO, *sub art. 2340-2341*, in *Le società per azioni*, a cura di Abbadessa e Portale, I, Milano, 2016, p. 316 ss.
- DONATIVI VINCENZO, *I diritti particolari dei soci*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di Ibba e Marasà, I, Milano, p. 2020 ss.
- DRYGALA THEODORE, §53a, in *Kölner Kommentar z. AktG* a cura di Zöllner e Noack, Köln, 2011, p. 29 ss.
- DUBOIS ARNAUD, *Introduction of Loyalty Shares in the Belgian listed companies, a real game changer?* 2019, disponibile online al link <http://hdl.handle.net/2078.1/thesis:20981>.
- EASTERBOOK FRANK -FISHEL DANIEL, *The economic structure of corporate law*, Harvard University Press, 1996.
- ECKARDT UWE, *sub § 134 in Aktiengesetz, Kommentar*, a cura di Geßler, Hefermehl, Eckardt, Kropff, Berlin, 1973.
- ESPOSITO CARLO, *L'esclusione del socio nelle società di capitali*, Milano, 2012
- FAUCEGAGLIA GIACOMO – SCHIANO DI PEPE GIORGIO, *sub 2368*, in *Codice commentato delle società per azioni*, a cura di Faucegaglia e Schiano di Pepe, Padova, 2007.
- FAUGÉROLAS LAURENT, *Les moyens de défense face a une acquisition indirecte d'actions*, in *JCP E* 1995, I, p. 483 ss.
- FAVARIO THIERRY, *La clause statutaire d'inaliénabilité*, in *Bull. Joly*, 2010, p. 100 ss.
- FERNÁNDEZ LARREA IGNACIO, *"El mecanismo de voto doble en las sociedades cotizadas: las 'acciones de lealtad'"*, *La Ley Mercantil* 2020, p. 75 ss.
- FERNÁNDEZ TORRES ISABEL, *"El voto adicional por lealtad, una aproximación crítica a la propuesta de reforma de la Ley de Sociedades de Capital"*, in *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 2021, p. 161 ss.
- FERRARA JR. FRANCESCO – CORSI FRANCESCO, *Gli imprenditori e le società*, 1994, Milano

FERRARI MICHELE, *il principio di proporzionalità negli aspetti patrimoniali dell'investimento societario*, Tesi di dottorato in Diritto Commerciale Interno e Internazionale con sede in Università Cattolica di Milano, 2015

FERRARINI GUIDO, *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di Colombo e Portale, 1993

FERRARINI GUIDO, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*. Atti del convegno internazionale di studi di Venezia, 10-11 novembre 2006, a cura di Balzarini, Carcano e Ventoruzzo

FERRARINI GUIDO, *Voto plurimo e voto maggiorato tra autonomia statutaria e principio di proporzionalità*, in *Regole del mercato e mercato delle regole*, a cura di Carcano, Mosca, Ventoruzzo, Milano, 2016.

FERRI GIUSEPPE, *Le società*, in *Tratt. di diritto civile* fondato da F. Vassalli, Torino, 1985.

FERRI GIUSEPPE JR., *Investimento e conferimento.*, Milano, 2001.

FERRY CLAUDE, *Validité des clauses d'inaliénabilité portant sur des actions*, in *JCP E*, 2010, p. 1327 ss.

FERRO LUZZI PAOLO, *I contratti associativi*, Milano, 1976

FERRO LUZZI PAOLO, *Riflessioni sulla riforma; I: la società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I., p. 673 ss.

FIGÀ TALAMANCA GIOVANNI, *Il valore nominale delle azioni*, Milano, 2001.

FIGÀ TALAMANCA GIOVANNI, *Euro e azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e da G. B. Portale, 1\*\*, Torino, 2004.

FIORIO PAOLO, *sub 2370*, in *Il nuovo diritto societario*, I, a cura di Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, Bologna, 2004.

FIORIO CARLO, *sub 2349* in *Il nuovo diritto societario*, I, a cura di Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, Bologna, 2004.

H. FLEISCHER, *Investor Relations und informationelle Gleichbehandlung im Aktien-, Konzern- und Kapitalmarkt*, in *ZGR*, 2009, p. 525

W. FLUME, *Die Rechtsprechung des II. Zivilsenats des BGH zur Treuepflicht des GmbH-Gesellschafters und des Aktiönar*, in *ZIP*, 1996, p. 161 ss.

FOIS CANDIDO, *Clausola di gradimento e organizzazione della s.p.a.*, Milano, 1979

FORMICA CORRADO, in *Il nuovo diritto delle società. Commento sistematico al D.lgs. 17 gennaio 2003, n.6, aggiornato al D.lgs 28 dicembre 2004, n.310*, a cura di Maffei Alberti, I, Padova, 2005.

FORNASARI FEDERICO, *Recesso e «diritti di voto» delle azioni o degli azionisti?*, in *Giur. comm.*, II, 2017, p. 156 ss.

FORNASARI FEDERICO, *L'o.p.a. obbligatoria per le società ammesse all'AIM Italia*, in *Giur. Comm.*, 2019, p. 63 ss.

FORTUNATO SABINO, *La società a responsabilità limitata. Lezioni sul modello societario più diffuso<sup>2</sup>*, Torino, 2020.

FRANCESCHELLI RENATO, *Momenti e profili giuridici dell'azionariato popolare*, in *Riv. dir. comm.* 1962, I, p. 1 ss., p. 17.

FRÈ GIUSEPPE, *Società per azioni*<sup>5</sup>, in *Comm. Del cod. civ.*, a cura di Scialoja e Branca, Libro V, Del lavoro, art. 2325-2461, Bologna-Roma, 1982, p.254

FRÈ GIUSEPPE -SBISÀ GIUSEPPE, *Società per azioni*<sup>6</sup>, in *Commentario del codice civile* a cura di Scialoja e Branca, I, Bologna, 1997, p.346 ss.

FREGONARA ELENA, *Le clausole di gradimento non mero nel nuovo sistema societario tra apertura e chiusura*, in *Contr. e Impr.* 2004, p. 1319 ss.

FRIEDEWALD ROLF, *Die personalistische Aktiengesellschaft*, Bonn, 1991.

FRIGENI CLAUDIO, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, 2009

FRIGENI CLAUDIO, *La partecipazione fiduciaria nel diritto vivente in La Fiducia e i rapporti fiduciari*, a cura di Ginevra, Milano, 2014

FUMAROLA GIOVANNI MARIA – GITTI GIOVANNI, *Recesso dell'azionista e diritto agli utili: la "saggia laconicità" del legislatore italiano secondo la High Court of Justice*, in *RDS*, 2020, 2, p. 409 ss.

GABRIELLI ENRICO, *Clausola penale e sanzioni private nell'autonomia contrattuale*, in *Rass. Dir. civ.* 1984, p. 901 ss.

GALGANO FRANCESCO, *Le istituzioni dell'economia capitalistica. Società per azioni, Stato e classi sociali.*<sup>2</sup> Bologna, 1980.

GALGANO FRANCESCO, *Le società per azioni. Principi generali*, in *Il Codice Civile. Commentario* diretto da P. Schlesinger, Milano, 1996.

GALGANO FRANCESCO, *Il nuovo diritto societario. Trattato di diritto commerciale*, 2003, Padova.

GALGANO FRANCESCO., *Della società per Azioni*, Commentario del Codice Civile Scialoja – Branca, diretto da F. Galgano, t. I, Bologna – Roma, 2005.

GALGANO FRANCESCO - GENGHINI RICCARDO, *Il nuovo diritto societario. Le nuove società di capitali e cooperative*<sup>3</sup>, I, in *Trattato di diritto civile*, diretto da Galgano, Padova, 2006

GAMBINO AGOSTINO, *Il principio di correttezza nell'ordinamento della società per azioni*, Milano, 1987

GARCIA DE ENTERRIA JAVIER, *Spanish Loyalty Shares: Effects on the General Shareholders' Meeting, on Takeover Bids and on Significant Holdings (May 1, 2021)*, Ibero-American Institute for Law and Finance, Working Paper 1/2022.

GATTI STEFANO, *sub 2355-bis*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, t. 1, II, Padova, 2010, II, p. 313 e ss.

GERMAIN MICHEL, *Les sociétés commerciales*, in, *Traité de droit commercial*, a cura di Ripert e Roblot, 2009, t.1, v. II, Paris, p. 427 ss.

GERMAIN MICHEL – MAGNIER VÉRONIQUE, *Les sociétés commerciales*, Issy-Les-Moulineaux, 2017.

GHIONNI CRIVELLI VISCONTI PAOLO, *Società a responsabilità limitata a struttura chiusa e intrasferibilità delle quote*, Milano, 2011.

GHIONNI CRIVELLI VISCONTI PAOLO, *Sulla temporaneità del divieto di trasferimento delle azioni*, in RDS, 2011/3, p. 570 e ss.

GHIONNI CRIVELLI VISCONTI PAOLO, *L'esclusione*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di Ibba e Marasà, I, Torino, 2020.

GHIONNI CRIVELLI VISCONTI PAOLO, *sub art. 2355-bis* in *Le società per azioni*, a cura di Abbadessa e Portale, I, Milano, 2016, p. 676.

GIAMPAOLINO CARLO FELICE, *Le azioni speciali*, Milano, 2004.

GIAMPAOLINO CARLO FELICE, *Stabilizzazione della compagine e clausole di lock-up sociali e parasociali*, *Riv. soc.*, 2008, 148 e ss.

GIAMPAOLINO CARLO FELICE, *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo. Questioni generali e applicative.*, in *Giur. comm.*, 2015/I, p. 779 ss.

GILOTTA SERGIO, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, Milano, 2022

GINEVRA ENRICO, *La formazione del capitale sociale*, II, Bergamo, 2011

GINEVRA ENRICO, *La partecipazione fiduciaria in s.p.a.*, Milano, 2012.

GINEVRA ENRICO, *La fiducia: il fenomeno e le tipologie. fiducia "romanistica", "germanistica", "anglosassone"*, in *La Fiducia e i rapporti fiduciari*, a cura di Ginevra, Milano, 2014

GINEVRA ENRICO, *La società per azioni*, in *Diritto commerciale*, III, a cura di M.Cian, Torino, 2020.

GOYET CHARLES - RONTCHEVSKY NICOLAS - STORCK MICHEL, *L'impact de la loi Florange sur le droit des offres publiques d' acquisition et les sociétés cotées Françaises*, in *Revue trimestrelle de droit commercial et de droit économique*, 2014, p.363 ss.

GRAZIANI ALBERTO, *Diritto delle società*, Napoli, 1962

GROSSMAN SANDFORD – HART OLIVER, *One share-one vote and the market for corporate control*, in *Journal of Financial Economics*, 1988, p. 175 ss.

GROSSO PAOLA, *Categorie di azioni e assemblee speciali*, Milano, 1999.

GRUNDMANN STEFAN, *sub §134*, in *Aktiengesetz, Großkommentar*, a cura di Hirte, Mülbart, Roth, Berlin-München, 2020.

GUACCERO ANDREA, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società*, Milano, 2007

GUERRERA FABRIZIO, *La responsabilità deliberativa nella società per azioni*, Torino, 2004.

GUERRERA FABRIZIO, *"Interessi" degli azionisti e partecipazione "differenziata" ai processi decisionali (considerazioni sul c.d. whitewash nelle società aperte)*, in *Riv. dir. soc.* 2015/I, p.94 ss.

GUERRERA FABRIZIO, *La scissione tra proprietà e voto nella s.p.a.: doveri, abusi, rimedi*, in *Principio capitalistico quo vadis?*, a cura di Briolini, Torino, 2016.

GUERRINI LUCA, *sub art. 2437-sexies*, in *Commentario delle società*, a cura di G. Grippo, II, Torino, 2009.

GUIZZI GIUSEPPE, *Il titolo azionario come strumento di legittimazione*, Milano, 2000.

GUIZZI GIUSEPPE, *La riforma del diritto delle società di capitali: la nuova disciplina dei limiti alla circolazione*, in *Nuovo Diritto Societario*, Milano, 2003 a cura di De Tilla, Alpa e Zatti, p. 115 e ss.

GUIZZI GIUSEPPE, *Gli azionisti e l'assemblea delle società quotate tra mito e realtà*, in *Riv. dir. soc.*, 2011/1, p. 3 ss.

GUIZZI GIUSEPPE, *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corr. Giur.*, 2015/II, p. 153 ss.

GUYON YVES, *Présentacion générale de la SAS*, in *Rev. Sociétés*, 1994, p. 207 ss.

GUYON YVES, *Les sociétés. Aménagements statutaires et conventions entre associés*<sup>5</sup>, Paris, 2002

HAYDEN GRANT – BODIE MATTHEW, *One share, one vote and the false promise of shareholder homogeneity*, in *Cardozo Law Review*, 2008, p. 446 ss.

HEFERMEHL WOLFGANG, *Zur Zurechenbarkeit fremden Aktienbesitzes bei Festsetzung eines Höchststimmrechts für Aktionäre*, in *Festschrift für Oskar Möhring*, München, 1973, p. 103 ss.

HEFERMEHL W. – BUNGEROTH E., *sub § 68 in Aktiengesetz, Kommentar*, a cura di Geßler, Hefermehl, Eckardt, Kropff, Berlin, 1973.

HIRTE HERIBERT, *Entscheidung über die Zustimmung zur Übertragung von vinkulierten Namensaktien: Kompetenzverlagerung auf die Hauptversammlung und Einbindung des Aufsichtsrats*, in *FS Kollhosser*, a cura di Bork, Hoeren, Pohlmann, 2004, p.217 ss

HOLZBORN TIMO, *sub § 134, in Heidelberger Kommentar zum Aktiengesetz*, h. Bürgers, Körber, Müller, 2008, *Rn.* 10, p. 882

HOUIN ROGER, *Sociétés par actions*, in *Revue trim. de droit. Comm.*, 1976, p. 534 ss.

HUECK ALFRED, *sub § 68, in Aktiengesetz*<sup>13</sup>, München, 1968, *Rdn.* 3

HUECK ALFRED, *Gesellschaftsrecht*<sup>17</sup>, München, 1975

HÜFFER UWE – KOCH JENS, *sub §134, in Kommentar zu Aktiengesetz*<sup>13</sup>, Beck, 2018.

JAEGER PIER GIUSTO, *L'interesse sociale*, Milano, 1964

JAEGER PIER GIUSTO, *l voto «divergente» nelle società per azioni*, Milano, 1976

JAEGER PIER GIUSTO, *Sull'intestazione fiduciaria di quote di società a responsabilità limitata*, in *Giur. comm.* 1979, p. 181 ss.

JAEGER PIER GIUSTO, *Ammissibilità e limiti dell'accordo di "cessione" del voto in cambio di "corrispettivo" (con considerazioni in merito alla c.d. vendita del voto)*, in *Giur. comm.*, 1997, II, p.237 ss.

JAEGER PIER GIUSTO, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)* in *Giur. comm.*, 2000, II, p. 795 ss.

IMMENGA WALTER, *Die personalistische Kapitalgesellschaft*, Mannheim, 1970.

IMMENGA WALTER, *Grenzen einer nachträglichen Einführung von Stimmrechtsbeschränkungen*, in *BB*, 1975, p. 1042 ss.

IMMENGA WALTER, *Mehrheitserfordernisse bei einer Abstimmung der Hauptversammlung über die Übertragung vinkulierter Namensaktien*, in *BB* 1992, p. 2446 ss.

KADDOUCH RENÉE, *Le clause statutaire de plafonnement des voix*, in *JCP E*, 2005, p. 656 ss.

KALSS SUSANNE, *Das höchststimmrecht als Instrument zur Wahrung des Aktionärseinflusses*, San Domenico di Fiesole, 1995

I. KRIMMER, *La clause de rachat*, in *JCP E*, 1993, p. 101 ss.

KUTUFÀ ILARIA, *Azioni non emesse ed autonomia nella circolazione*, Torino, 2013.

LAMANDINI MARCO, *Appunti in tema di controllo congiunto*, in *Giur. comm.*, 1993, I, p. 218 ss.

LAMANDINI MARCO, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca e Borsa*, 2003, I, p. 519 ss.

LA SALA GIAN PAOLO, *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella s.p.a.*, Torino, 2011.

LA SALA GIAN PAOLO, *sub 2346, co.1,2,3*, in *Le società per azioni, Commentario*, (a cura di) P. Abbadessa e G.B. Portale, Milano, Giuffrè, 2016, p.462 ss.

LA SALA GIAN PAOLO, *sub 2349, primo comma, ,* in *Le società per azioni, Commentario*, (a cura di) P. Abbadessa e G.B. Portale, Milano, Giuffrè, 2016, p.537 ss.

LAMANDINI MARCO, *Voto plurimo, tutela delle minoranze e opa obbligatoria*, in *Giur. comm.*, 2015, p. 491 ss.

LAURINI GIANCARLO, *Autonomie e controllo di legalità dopo la riforma delle società di capitali*, in *Riv. not.*, 2004, p. 15 ss.

LAURINI F., *sub 2368-2369*, in *Assemblea*, a cura di Picciau. *Commentario alla riforma delle società*, a cura di Marchetti et. alt., Milano, 2008.

LEBLOND MATHIEU, *La limitation des voix dans les assemblées générales*, in *J. Soc.* 1956, p. 5 e ss.

LE CANNU PAUL, et. al., *La Sas: un cadre légal minimal*, in *Rev. Sociétés*, 2014, p. 543 ss.

LEDOUX PATRICK, *Le droit de vote des actionnaires*, Paris, 2002

LEDOUX PATRICK, *La nature de la préférence*, in *Bull. Joly Soc.* 2006 n. 11, p. 1219 ss.

LE FÈVRE ANTOINE, *Le droit des sociétés redeviendra-t-il contractuel?* in *RJ com.* 1992, p. 89 ss.

LE NABASQUE HERVÉ, *Agrément de cessions d'actions et exclusion d'actionnaires*, in *RJDA* 1995, p. 200 ss.

LENER RAFFELE, *Intervento in assemblea e voto del trustee*, in *Trust e att. Fiduc.*, 2002, p. 510 ss.

LENER RAFFELE, *L'intervento in assemblea*, in *L'assemblea*, a cura di Lener, Tucci, nel *Trattato di diritto commerciale* fondato da Buonocore, 2012.

LEOZAPPA ANTONIO MARIA, *Nomina delle cariche sociali e categorie azionarie*, in *Giur. Comm.*, 1996, I, p. 813 ss.

LIBERTINI MARIO – ABBADESSA PIETRO, *Rassegna di dottrina italiana e straniera (1968)*, *Riv. soc.* 1971, p.1019 ss.

LIBERTINI MARIO, *I patti parasociali nelle società non quotate. Un commento agli articoli 2341 bis e 2341 ter del codice civile* in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Torino, 2007

LIBERTINI MARIO, *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003. Appunti per un corso di diritto commerciale*, in *RDS* 2008, II, p. 198 ss.,

LIBERTINI MARIO – MIRONE AURELIO – SANFILIPPO PIERPAOLO, sub art. 2346, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, t. 1, II, Padova, 2010.

LIBERTINI MARIO – MIRONE AURELIO – SANFILIPPO PIERPAOLO, sub 2351, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da D'Alessandro, II, t.1, 2010, Padova.

LIBERTINI MARIO, *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello 'istituzionalismo debole*, in *Giur. comm.* 2014, I, p. 169 ss

LIBERTINI MARIO – ANGELICI CARLO, *Un dialogo sul voto plurimo e diritto di recesso*, in *Riv. dir. comm.* 2015, I, p. 1 ss.

LIBERTINI MARIO – MIRONE AURELIO – SANFILIPPO PIERPAOLO, *L'assemblea di società per azioni*, Art. 2368., Milano, 2016.

LIBONATI BERARDINO, *Clausola di gradimento e appello al risparmio diffuso*, in *Riv. dir. comm.*, 1983, I, p.225 ss.

LIBONATI BERARDINO, *Riflessioni critiche sui sindacati di voto*, 1989, in *Scritti in materia di impresa e società*, Padova, 2012, p. 23 ss.

LIPARI NICOLA, *Il negozio fiduciario*, Milano, 1964

LENER RAFFAELE, sub art. 2377, in *Società di capitali*, a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004.

LUCIANO ANDREA – LACCHINI MIRKO, *Lo squeeze out statutario: una prospettiva di fattibilità*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 904 ss.

LUTTER MARCUS, sub 68, in *Kölner Kommentar z. AktG*, I, §§1-75, 1973, Berlin-New York, p. 514 ss

LUTTER MARCUS – SCHNEIDER UWE, *Die Beteiligung von Ausländern an inländischen Aktiengesellschaften Möglichkeiten der Beschränkung nach geltendem Recht und Vorschläge de lege ferenda*, in *ZGR*, 1975, p. 182 ss.

LUTTER MARCUS, *Theorie der Mitgliedschaft – Prolegomena zu einem Allgemeinen Teil des Korporations-rechts*, in *AcP*, 1980, p. 84 ss.

LUTTER MARCUS, sub 55, in *Kölner Kommentar<sup>2</sup> z. AktG*, I, §§1-75, Köln-Berlin-Bonn-München, 1988, Rdn. 6.

LUTTER MARCUS, *Die rechte und Pflichten des Vorstands bei der Übertragung vinkulierter Namensaktien*, in *AG*, 1992, p. 368 ss.

LUTTER MARCUS, §§237, in *Kölner Kommentar z. AktG*, I, §§221-240, Köln-Berlin-Bonn-München, 1993, Rdn 13, p. 785

LUTTER MARCUS – DRYGALA THEODOR, sub § 68 in *Kölner Kommentar*, a cura di Zöllner, Noack, 2004, Rdn 71



LUTTER MARCUS, sub § 1, in *Aktiengesetz. Kommentar*, a cura di Schmidt e Lutter, I, Köln, 2010.

MAGLIULO FEDERICO, *Le categorie di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004.

MAGLIULO FEDERICO – TASSINARI FEDERICO, *Il funzionamento dell'assemblea di s.p.a. nel sistema tradizionale*, Milano, 2008.

MAGLIULO FEDERICO, sub 2370, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da D'Alessandro, 2010.

MALECKI CATHERINE, *Le remaniement du régime des clauses d'agrément par l'ordonnance du 24 juin 2004*, In *D.* 2004, p. 2775

MALINPENZA EULALIA, *Introduzione durante societate di riscatto e drag-along e principio maggioritario*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, p. 655 ss.

MARASÀ GIORGIO, *La società senza scopo di lucro*, Milano, 1984.

MARASÀ GIORGIO, *Modifiche del contratto sociale e modifiche dell'atto costitutivo*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 1993, t.VI, Torino, 1993, p. 3 ss.

MARASÀ GIORGIO, *La riforma di società, cooperative, associazioni e fondazioni*, Padova, 2005.

G. MARASÀ, sub artt. 2437 – 2437-quinques, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, II, Padova, 2010, p.784 ss.

MALTONI MARCO, *Il recesso e l'esclusione nella nuova società a responsabilità limitata*, in *Notariato*, 2003, p.309 ss.

MALTONI MARCO, sub art. 2468, in *Il nuovo diritto delle società. Commento sistematico al D.l.gs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2005, p. 1815 ss.

MALTONI MARCO, *La clausola di gradimento all'italiana*, in *Riv. not.*, 2004, p. 1376 ss.

MALTONI MARCO, *La partecipazione sociale*, in *La riforma delle società a responsabilità limitata*, a cura di C. Caccavale – F. Magiulo – M. Maltoni – F. Tassinari, Torino, 2007, p. 175 ss.

MALTONI MARCO, *Quali benefici possono riservarsi i soci fondatori?*, in *RDS*, 2010, II, p. 896 ss.

MALTONI MARCO – SPADA PAOLO, *L'impresa start-up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *Riv. not.*, 2013, I, p. 1113 ss.

MANARA UMBERTO, *Delle Società e delle associazioni commerciali, Società commerciali*, t.1, Torino, 1902

MARASÀ GIORGIO, *Le società*, II, in *Trattato*, a cura di G. Iudica e P. Zatti, Milano, 2000.

MARCHETTI CARLO, *La «Nexus of contracts» theory. Teorie e visioni del diritto societario*, Milano, 2000

MARCHETTI PIER GAETANO, *Note sulla nozione di controllo nella legislazione speciale*, in *Riv. soc.* 1991, I, p. 13 e ss.

MARCHETTI PIER GAETANO, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, in *Riv. Soc.* 2015, p.448 ss.

MARCHETTI PIER GAETANO – MOSCA CHIARA, *Note sparse sulle loyalty shares*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 1549 ss.

MARCHISIO EMILIANO, “*La maggiorazione del voto*” (art. 127-quinquies T.u.f.): *récompense al socio “stabile” o trucage del socio di controllo?*, in *Banca e Borsa*, 2015, I, p. 78 ss.

MARTENS KLAUS PETER, *Stimmrechtsbeschränkung und Stimmbindungsvertrag im Aktienrecht*, in *AG*, 1993, p.495 ss.

MARTIN DAVID – ANGEL K., *L’instauration d’un droit de vote double automatique: une ambition à la Pyrrhus?* *JCP E*, 2014, p. 1044 ss.

MARTORANO FEDERICO, *Titoli di credito. Titoli non dematerializzati*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* diretto da Cicu e Messineo, Milano, 2002.

MASSELLA DUCCI TERI BERNARDO, *Appunti in tema di divieto di azioni a voto plurimo: evoluzione storica e prospettive applicative*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, II, p. 753 ss.

MASSELLA DUCCI TERI BERNARDO, *Il Decreto competitività: prime riflessioni sul voto plurimo e sulle loyalty shares all’italiana*, in *Riv. Dir. comm.* 2014, p.465 ss.

MASI PIETRO, *sub art. 2466*, in *Società di capitali*, Commentario Niccolini-Stagno d’Alcontres, Napoli, 2004, p. 1444 ss.

MAYER COLIN, *Firm committment. Why the corporation is failing us and how to restore trust in it*, Oxford University Press, 2013, p. 206 ss.

MAYER D., *Grenzen von Aktionärsvereinbarungen*, *MittBayNot*, 2006, p.281 ss.

MAUGERI MARCO, *Quali diritti particolari per il socio di società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 1483 ss.

MAUGERI MARCO, *Azioni di risparmio e assemblee di categoria: prime note sul coordinamento tra T.u.f. e nuovo diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 1294 ss.

MAUGERI Marco, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, in *Riv. dir. comm.* 2010, p. 887 ss.

MAZZA GIOVANNI, *Patti sociali e parasociali nelle operazioni di private equity e venture capital*, Milano, 2017.

MELI VINCENZO, *La clausola di prelazione negli statuti della società per azioni*, Napoli, 1991.

MELI VINCENZO, *sub art. 2355-bis*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d’Alcontres, I, Napoli, 2004, p. 336 ss.

MENGONI LUIGI, *Appunti per una revisione della teoria del conflitto di interessi nelle deliberazioni di assemblea delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, p. 447 ss.

MERLE PHILIPPE, *Droit commercial. Sociétés commerciales*<sup>20</sup>, Paris, 2017.

MIGNOLI ARIBERTO, *La nozione di categoria e le categorie di azioni ai sensi degli artt. 2348 e 2376 c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 1953, I, p. 435 e ss.

MIGNOLI ARIBERTO, *La società per azioni oggi. Problemi e conflitti*, in *Riv. soc.*, 1990, p. 1 ss.

MIGNOLI ARIBERTO, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960.

MINERVINI GUSTAVO, *Partecipazioni a scopo di finanziamento e patto leonino*, in *Contratto e impr.*, 1988, p. 771 ss.

MONTAGNANI CATERINA, *La verifica del tipo sociale e una recente vicenda giudiziaria*, in *Riv. dir. civ.*, 1988, II, p. 1 ss.

MONTAGNANI CATERINA, sub. art. 2341, in *La riforma delle società. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, a cura di M. Sandulli e V. Santoro*, Torino, 2003.

MONTAGNANI CATERINA, sub. 2368, in *Società di capitali, Commentario*, a cura di Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004.

MONTALENTI PAOLO, *La società per azioni quotata*, in *Trattato di diritto commerciale diretto da Cottino*, vol. IV, t. 2, Padova, 2004.

MONTALENTI PAOLO, *Le operazioni con parti correlate*, in *Giur. comm.*, 2011, I, p. 319 ss.

MONTALENTI PAOLO, *Azioni a voto maggiorato e azioni a voto plurimo: prime considerazioni*, in *Governo societario, azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto*, a cura di Tombari, Torino, 2015.

MONTALENTI PAOLO, *Il diritto societario dai "tipi" ai "modelli"*, in *Giur. comm.*, I, 2016, p. 420 ss.

MOSCA, *Should Shareholders Be Rewarded for Loyalty? European Experiments on the Wedge Between Tenured Voting and Takeover Law*, *Mich. bus. & entrepreneurial l. rev.*, 2019, 8, p. 245.

MOSCA CHIARA - GHEZZI FEDERICO, *Le azioni a voto multiplo nella Segnalazione dell'Autorità antitrust, tra competizione regolatoria, stabilizzazione del controllo e "longtermismo"*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 642 ss.

MOSCATI ENRICO, "*Pena (dir. priv.)*", in *Enc. Dir.*, XXXII, Milano, 1982, p. 770 ss.

MOSCO GIANDOMENICO, *Voto maggiorato: prime verifiche d'effettività e prospettive di riforma*, in *Luiss Law Review*, 2/2019, p.21 ss.

MOSSA LORENZO, *Limiti alla circolabilità delle azioni*, in *Nuova riv. dir. comm.*, 1947, I, p. 109 ss.

MOSSA LORENZO, *Trattato del nuovo diritto commerciale*, IV, *Società per azioni*, Padova, 1957

MOURY JACQUES, *Des clauses restrictives de la libre négociabilité des actions* in *RTD com.*, 1989, p. 189 ss

NOBILI RAFFAELE, "*Le clausole di gradimento*", *Riv. soc.*, 1990, p. 435 ss.

NOTARI MARIO, *La nozione di controllo nella disciplina antitrust*, Milano, 1996

NOTARI MARIO, sub art. 145, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Marchetti e Bianchi, Milano, 1999.

NOTARI MARIO, *Contenuto ed estensione del controllo di legalità degli atti societari da parte del notaio*, in *Il controllo notarile sugli atti societari*, a cura di Paciello, Milano, 2001, p. 21 ss.

NOTARI MARIO, *Diritti «particolari» dei soci e categorie «speciali» di partecipazioni*, in *AGE*, 2003, p. 331 ss.

NOTARI MARIO, *Azioni e strumenti finanziari partecipativi: confini della fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca Borsa*, 2003, I, p. 542 e ss.

NOTARI MARIO, in AA. VV., *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 2006

NOTARI MARIO, *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum* Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Torino, 2007, p. 591 ss.

NOTARI MARIO, *sub 2346*, 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, p. 3 ss.

NOTARI MARIO, *La “sterilizzazione” del voto nelle società per azioni: appunti in tema di “whitewash” e dintorni*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, p. 743 ss.

NOTARI MARIO, *La proporzionalità tra rischio e potere nelle società di capitali: un canone fondamentale o una regola suppletiva?* in *Oss. dir. civ. comm.* 2016/II, p. 379 ss.

NOTARI MARIO, *Analisi de iure condendo delle varianti organizzative delle s.r.l. (start up innovative, PMI innovative e PMI): problemi aperti e prospettive evolutive*, in *Osservatorio diritto civile e commerciale*, 2019/2, p. 241 ss.

NOTARI MARIO, *Exit forzato ed equa valorizzazione della quota: un binomio indissolubile?*, in *AGE*, 2021, p. 383 ss.

NIGRO GIUSEPPINA LUCIA, *sub art. 2341*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d’Alessandro, II, Padova, 2010.

OLIVERO FRANCESCO, *L’autonomia statutaria nella nuova assemblea della società per azioni*, in *Riv. Not.*, 2003, p. 847 ss.

OPPO GIORGIO, *Eguaglianza e contratto nella società per azioni*, in *Riv. dir. civ.* 1974, p. 651 ss.

OPPO GIORGIO, *Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Riv. dir. civ.*, I, 1985, p. 517 ss.

OPPO GIORGIO, *Le obbligazioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Riv. dir. civ.* 1987, I, p. 517 ss.

OPPO GIORGIO, *Le obbligazioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto* in *Scritti giuridici*, (da cui si cita) vol. II, *Diritto delle società*, Padova, 1992

OPPO GIORGIO, *La sospensione legale del diritto di voto nella società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, I, p.3 ss.

OPPO GIORGIO, *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in *Riv. dir. civ.* 2005, II, p. 59 ss.

OTTE JENNA, *Personalistische Aktiengesellschaft*, in *Wismarer Diskussionspapiere*, Wismar, 2004.

PACIELLO ANDREA, *sub art. 2437 – 2437-sexies*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno D’Alcontres

PAOLUCCI LUIGI FILIPPO, *Le società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto privato* diretto da P. Rescigno, XVII, Torino, 1985, p. 253 ss.

PALMIERI GIOVANNI, *La nullità della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e da G. B. Portale, I, Torino, 2004, p.451 ss.

PALMIERI GIOVANNI, *Principio di proporzionalità, diritti particolari dei soci e autonomia statutaria nella s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 877 ss.

PARTESOTTI GIORGIO, *Le operazioni sulle azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo vol. 2°, t. I, Utet, Torino, 1991, p. 478.

PASCUAL ISABELLE, *La prise en considération de la personne physique dans le droit des sociétés*, *RTD com.*, 1999, p. 273 ss.

PATRIARCA CAMILLO, C'è un futuro per le azioni con prestazioni accessorie?, in *Ban. Bor. Tit. cred.*, 2004, I, p. 337 ss.

PASETTI GIULIO, *Parità di trattamento e autonomia privata*, Padova, 1970

PEDERSOLI EDOARDO, *L'(irr)ilevanza delle modifiche "potenziali" ai fini del diritto di recesso ex art. 2437, nell'ambito della disciplina del voto maggiorato o maggiorabile*, in *Nuovo diritto delle società*, 2018, II, p. 335 ss.

PELLIZZI GIOVANNI LUIGI, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, I, p.113 ss.

PEÑAS MOYANO MARIA JESUS, *Las prestaciones accesorias en la Sociedad anonima*, Pamplona, 1996

PERRINO MICHELE, *Le tecniche di esclusione del socio dalla società*, Milano, 1997.

PERRINO MICHELE, *La «rilevanza del socio» nella s.r.l.: recesso, diritti particolari, esclusione*, in *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, a cura di V. Santoro, Milano, 2003, p. 810 ss.

PESUCCI PACCHI STEFANIA, *Gli amministratori di società per azioni nella prassi statutaria*, in *Riv. soc.*, 1974, p. 606 ss.

PETRAZZINI BARBARA, *sub art. 2368-2369*, in *Il nuovo diritto societario*, a cura di Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, 2004, p. 529 ss.

PIETRANCOSTA ALAIN, *The Latest Reform of French Takeover Law: The "Florange Act" of March 20, 2014*, in *Revue trimestrelle de droit financier*, 2014, p. 42 ss.

PISANI LUCA, *Società di persone a «struttura corporativa*, Torino, 2000.

PISANI MASSAMORMILE ANDREA, *I conferimenti nella società per azioni*, in *Il Codice Civile. Commentario*, diretto da Schlesinger, Milano, 1994, p.340 ss.

PISANI MASSAMORMILE ANDREA, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. Soc.*, 2003, p. 1268 ss.

PICONE FRANCESCO, *Diritti diversi e categorie di azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, p.755 ss.

PISCITELLO PAOLO, *Società di persone a struttura aperta e circolazione delle quote. Modelli legali e autonomia statutaria*, Torino, 1995.

PISCITELLO PAOLO, *Riflessioni sulla nuova disciplina del recesso nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 522 ss.

PISCITELLO PAOLO, *Recesso e esclusione nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto societario. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, III, Torino, 2007, p.724 ss.

POLLASTRO IRENE, *Il voto condizionato nelle società di capitali*, Milano, 2021

POMELLI ALESSANDRO, *Autonomia statutaria e parità di trattamento tra i soci: il caso dei limiti al possesso di quote sociali differenziati per categorie di soci*, in *Giur. comm.*, 2007/II, p. 866 ss.

POMELLI ALESSANDRO, *Le azioni speciali "Il Sole 24 Ore" e i limiti al possesso azionario nelle società quotate*, in *Giur. Comm.*, 2008, I, p. 947 ss.

POMELLI ALESSANDRO, *Rischio di impresa e potere di voto nella società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie*, in *Giur. comm.* 2008, I, p. 510 ss.

PORACCHIA DIDIER, *Le rôle de l'intérêt social dans la société par actions simplifiée*, in *Rev. soc.*, 2000, p. 223 ss.

PORTALE GIUSEPPE BENEDETTO, *I conferimenti in natura atipici nella s.p.a.*, Milano, 1974.

PORTALE GIUSEPPE BENEDETTO, *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, in *Riv. soc.*, 1982, p. 763 ss.

PORTALE GIUSEPPE BENEDETTO, *Conversione automatica al momento della quotazione di azioni di altra categoria in azioni di risparmio*, in *Riv. soc.*, 1986, p. 568 ss.

PORTALE GIUSEPPE BENEDETTO, *Uguaglianza e contratto: il caso dell'aumento di capitale in presenza di più categorie di azioni*, in *Riv. dir. comm.* 1990, I, p. 711 ss.

PORTALE GIUSEPPE BENEDETTO, *Tra "deregulation" e crisi del diritto azionario comunitario*, in AA. Vv., *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, p. 374 ss.

PORTALE GIUSEPPE BENEDETTO, *Società a responsabilità limitata senza capitale sociale e imprenditore individuale con "capitale destinato"*, in *Riv. soc.*, 2010, p. 1249 ss.

PORTALE GIUSEPPE BENEDETTO – GINEVRA ENRICO, *Intestazione a società fiduciaria di azioni non interamente liberate e responsabilità per i conferimenti residui*, in *Riv. soc.* 2011, p. 813 ss.

PORTALE GIUSEPPE BENEDETTO, *Tra diritto dell'impresa e metamorfosi della s.p.a.*, in *Organizzazione, finanziamento e crisi dell'impresa Studi dedicati a Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarrone Alibrandi, I, Assago, 2014, p.107 ss.

PORTALE GIUSEPPE BENEDETTO, *La società per azioni. Principi e problemi (scintillae iuris)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, I, p.135 ss.

PORTALE MARIO BENEDETTO, *I diritti «particolari» del socio di s.p.a. (prime riflessioni sulla personalizzazione della società per azioni chiusa). Tesi di dottorato in diritto commerciale, Università degli studi di Brescia, a.a. 2009/2010*, consultata per gentile cortesia dell'autore.

PREITE DANIELA, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi nelle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di Colombo e Portale, 2000, Torino, p. 64 ss.

PRESTI GAETANO, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, in *G. comm.* 1983, II, p. 397 ss.

PRESTI GAETANO, *sub art. 2391 bis*, in *Le società per azioni*, a cura di Abbadessa e Portale, I, Milano, 2016.

PUPPO CARLO EMANUELE, *Quorum assembleari e diritto di intervento nella nuova società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 818 ss.

ROSAPEPE ROBERTO, *Appunti su alcuni aspetti della nuova disciplina della partecipazione nella s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 479 ss.

RECALDE CASTELLS ANDRES, *Limitacion estatutaria del derecho de voto en las sociedades de capitales*, Madrid, 1996.

RESCIO GIUSEPPE ALBERTO, La distinzione del sociale dal parasociale, in *Riv. soc.*, 1991, p. 596 ss.

RESCIO GIUSEPPE ALBERTO, *Il sovrano in esilio: riflessione e problemi in tema di assemblea e decisione dei soci*, in *Studi sulla riforma del diritto societario, suppl. a Studi e materiali del Consiglio Nazionale del Notariato*, n. 1, 2004, p. 354 ss.

RESCIO GIUSEPPE ALBERTO, *I patti parasociali nel quadro dei rapporti contrattuali dei soci*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, 2006, Milano, p. 454 e ss.

RESCIO GIUSEPPE ALBERTO, *Clausole di maggiorazione del dividendo nell'evoluzione del sistema delle società azionarie*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi di onore di G.E. Colombo*, Torino, 2011.

RESCIO GIUSEPPE ALBERTO, *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario. Unanimità o maggioranza nell'introduzione della clausola di drag-along?*, in *Giur.comm.*, 2011, II, p. 1055 ss.

RESCIO GIUSEPPE ALBERTO, *Tetti di voto, tetti di partecipazione*, in *Principio Capitalistico quo vadis?* a cura di Briolini, Torino, 2015, p. 225 ss.

RESCIGNO PIETRO, *Il principio di eguaglianza nel diritto privato*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.* 1959, p. 1515 ss.

REVIGLIONE PAOLO, sub art. 2468, in *Il nuovo diritto societario. Commentario diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti*, Bologna, 2004, p. 1798 ss.

RIECKERS OLIVER, sub 134, in *Kommentar zum Aktiengesetz*, III. ed., a cura di Spindler-Stilz, 2015.

RIMINI EMANUELE, *Il voto multiplo alla prova dei fatti, guardando oltre alla crisi Covid*, in *Giur. comm.*, 2022, III, p. 393 ss.

RIVOLTA GIAN CARLO, *La partecipazione sociale*, Milano, 1965.

RIVOLTA GIAN CARLO, *La società a responsabilità limitata*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.*, già diretto da A. Cicu e F. Messineo e continuato da L. Mengoni, XXX, I, Milano, 1982

RIVOLTA GIAN CARLO, voce *Società a responsabilità limitata*, in *Enc. giur. Treccani*, 1993, p. 13 ss.

RIVOLTA GIAN CARLO, *La società per azioni e l'esercizio di piccole e medie imprese*, in *Riv. soc.* 2009, p. 629 ss.

RIVOLTA GIAN CARLO, *Autonomia privata e strumenti per l'esercizio delle imprese minori*, in *Riv. soc.*, 2010, p. 1274 ss.

RIVOLTA GIAN CARLO, *Diritto delle società. Profili generali*, in *Trattato di diritto commerciale*, a cura di V. Buonocore, Torino, 2015.

ROBIGLIO NICOLA, *Sul raggruppamento delle azioni*, in *Riv. soc.*, 1987, p. 807 ss.

ROJO ANGEL, *La sociedad anònima como problema*, in *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, a cura di Abbadessa e Rojo, Milano, 1993, p. 1 ss.

RORDORF RENATO, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Soc.* 2003, p. 923 ss.

RORDORF RENATO, *sub art. 2377*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. D'Alessandro, II, Padova, 2010.

SACCHI ROBERTO, *Il principio di maggioranza nel concordato e nell'amministrazione controllata*, Milano, 1984

SACCHI ROBERTO, *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. – Profili procedurali*, in *Assemblea, Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, t.3, 2000 (ristampa), Torino.

SACCHI ROBERTO, *Tutela reale e tutela obbligatoria della minoranza*, in *Liber amicorum G.F. Campobasso*, II, 2006.

SACCHI ROBERTO – VICARI ANDREA, *Invalidità delle deliberazioni assembleari*, in *Le nuove s.p.a.*, a cura di Cagnasso e Bonfante, I, Bologna, 2010., II, *cit.*, p. 135 ss.

SACCHI ROBERTO, *La tutela delle minoranze tra tutela indennitaria e rimedi demolitori*, in *Riv. dir. comm.* 2016, p. 252 ss.

SACCO RODOLFO – DE NOVA GIORGIO, *Il contratto*, in *Trattato di diritto privato* diretto da Sacco, t. 2, Torino, 2004, p. 166 ss.

SACCO GINEVRI ANDREA, *L'attribuzione di diritti particolari agli azionisti di lungo termine in una prospettiva comparata*, in *RDS*, 2011, p.248 ss.

SACCO GINEVRI ANDREA, *I flussi informativi con gli azionisti di categoria fra “market abuse regulation” e dinamiche dei mercati finanziari*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2020, p. 286 ss.

SAGLIOCCA MARCO, *Il definitivo tramonto del principio “un azione, un voto” : tra azioni a voto multiplo e maggioranza del voto*, in *Riv. Not.*, 2014, p. 921 ss.

SALAFIA VINCENZO, *L'intervento nell'assemblea della s.p.a. e della s.r.l.* in *Soc.* 2004, p. 676 ss.

SALAFIA VINCENZO, *Clausola di gradimento nella circolazione di azioni e quote di s.r.l.*, in *Società*, 2006, p. 1078 ss.

SALAFIA VINCENZO, *Squeeze out statutario*, in *Soc.*, 2007, p. 1450 ss.

SALANDRA ANTONIO, voce “*Società commerciali*”, in *Nuovo Dig. it.*, Torino, 1940, XII, 1, 430, n. 42, p. 483 ss.

SALANITRO NICCOLÒ, *Profili sistematici della società a responsabilità limitata*, Milano, 2005.

SALVATI GIOVANNA, *I limiti statuari alla circolazione delle azioni. Il diritto al disinvestimento*, Milano, 2011.

SANDRELLI GIULIO, *Innovazione finanziaria ed esercizio del diritto di voto*, Milano, 2017.

SANDRELLI GIULIO, *Tra gestione del risparmio e gestione di partecipazioni societarie. Sicav e modelli di confine*, in *Oss. dir. civ. comm.*, 2022/1, 207 e ss.

SANFILIPPO PIERPAOLO, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, Torino, 2000.



- SANTAGATA RENATO, *Patti di retrocessione di azioni a prezzo garantito e divieto del patto leonino*, in *Riv. dir. privato*, 1997, p. 54 ss.
- SANTAGATA RENATO, *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni «redimibili» (una rilettura del divieto del patto leonino nella spa riformata)*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, I, p.537 ss.
- SANTAGATA RENATO, *Il divieto del patto leonino*, in *Trattato sulle società di persone*, diretto da Busi-Preite, Torino, 2015, 386 ss.
- SANTINI GERARDO, *sub art. 2472*, in *Società a responsabilità limitata (2472-2497 bis)*, in *Commentario del codice civile*<sup>4</sup>, a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna-Roma, 1992, p. 1 ss.
- SANTORO VITTORIO, *sub art. 2351 c.c.*, in *La riforma delle società. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003*, n. 6, vol. I, a cura di Sandulli e Santoro, Torino, 2003.
- SANTOSUOSSO DANIELE UMBERTO, *Il principio di libera trasferibilità delle azioni. Eccesso di potere nelle modifiche della circolazione*, Milano, 1993
- SANTOSUOSSO DANIELE UMBERTO, *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003.
- SANTOSUOSSO DANIELE UMBERTO, *I tratti essenziali e l'«aggettivo qualificante» della società per azioni. Contributo in materia di fattispecie, tipo e nozione di società.*, in *Impresa e Mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, I, 2015, Milano, p. 639 ss.
- SARDINI ANDREA, *Danno e interesse negativo*, Milano, 2023
- SBISÀ GIUSEPPE, *Società controllate e collegate*, in *Contr. Impr.* 1997, p. 319 ss.
- SCALFI GIANGUIDO, *Clauseole particolari per la nomina degli amministratori di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1971, p. 40 ss.
- SCANO ALESSIO DIEGO, *Il «tipo»*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di Ibba e Marasà, I, Milano, 2020.
- SCHIUMA LAURA, *Governo societario ed esercizio del diritto di voto*, in *Governo del diritto societario e diritto di voto*, a cura di Schiuma, Padova, 2015.
- SCHIUMA LAURA, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto: considerazioni d'ordine sistematico e ricadute sulla configurazione capitalistica della s.p.a.* in *RDS*, 2019/II, p. 317 ss.
- SCHLUMBERGER EDMOND, *Réflexion sur la liberté contractuelle dans les SAS*, in *Mélanges offerts en l'honneur du professeur Michel Germain*, Paris, 2015.
- SCHRÖDER DIRK, *Umgehung der aktienrechtlichen Stimmrechtsbeschränkung*, DB, 1976, p. 1093 ss.
- H. J. SCHRÖTTER, *Vinkulierte Namensaktien als Bremse der Unternehmenskonzentration*, in *DB* 1977, p. 2265 ss., spec. 2268
- SCIUTO MAURIZIO, *«La mancanza dell'atto costitutivo» di società per azioni*, Padova, 2000.
- SCIUTO MAURIZIO – SPADA PAOLO, *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato della società per azioni*, I, diretto da G.E. Colombo e da G.B. Portale, v. 1, Torino, 2004.
- SCIUTO MAURIZIO, *Le quote di partecipazione*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di Ibba e Marasà, I, Milano, Giuffrè, 2020, p. 418 ss.
- SCIMENI ETTORE, *La vendita del voto nelle società per azioni*, Milano, 2003.

SCIMENI ETTORE, *La vendita del voto nella società per azioni*, Milano, 2003.

SENA GIUSEPPE, *Il voto nell'assemblea di società per azioni*, Milano, 1961.

SERRA ANTONIO, *Il procedimento assembleare*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum* G.F. Campobasso, II, 2006.

SETHE ROLF, *Die personalistische Kapitalgesellschaft mit Börsenzugang*, Köln, 1996.

SFAMENI PAOLO, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008.

SILVA MARCO, sub art. 2341, in *Commentario breve al codice civile*, a cura di G. Cian, Padova, 2011.

SIMON JOELLE, *Contractualisation du droit français des sociétés par actions: la révolution tranquille*, in *La società per azioni oggi, Tradizione, attualità e prospettive*, a cura di Balzarini, Carcano e Ventoruzzo, Milano, 2007, p. 789 ss.

SOPRANO ENRICO, *Trattato teorico-pratico delle società commerciali*, t.1, Torino, 1934

SPADA PAOLO, *La tipicità delle società*, Milano, 1974.

SPADA PAOLO, *Dalla nozione al tipo*, in *Riv. dir. civ.*, I, 1985, p. 95 ss.

SPADA PAOLO, voce «Società, II) Tipi di società: in generale», in *Enc. giur.*, XXIX, Roma, 1993.

SPADA PAOLO, *Autorità e libertà nel diritto della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, I, 1996, p.703 ss.

SPADA PAOLO, *Diritto commerciale. I. Parte generale*, Padova, 2004

SPADA PAOLO, sub 2325, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. D'Alessandro, II, Padova, 2010, p.1 ss.

SPADA PAOLO, *Dalla nozione al tipo della società per azioni trent'anni dopo*, in *Prospettive e limiti all'autonomia privata. Studi in onore di Giorgio De Nova*, a cura di G. Gitti, F. Delfini e D. Maffei, vol. III., Milano, 2015.

SPERANZIN MARCO, *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione del tipo (con particolare riferimento alle quote prive del diritto di voto)*, in *Riv. soc.*, p. 3135 ss.

SPOLIDORO MARCO SAVERIO, *I conferimenti in denaro*, in *Trattato della società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, I\*\*, Torino, 1993.

SPOLIDORO MARCO SAVERIO, *Il concetto di controllo nel codice civile e nella legge antitrust*, in *Riv. soc.* 2-3, 1995, p. 479 e ss.

SPOLIDORO MARCO SAVERIO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Riv. Soc.* 2015, p. 434 ss.

SPLINDER GERARD, sub §134, in *Aktiengesetz Kommentar*<sup>3</sup>, a cura di Schmidt, Lutter, Köln, 2015.

STAGNO D'ALCONTRES ALBERTO, sub art. 2346, in *Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. S. d'Alcontres, I, Napoli, 2004.

STAGNO D'ALCONTRES ALBERTO, sub 2351, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, I, Napoli, 2004.

STAGNO D'ALCONTRES ALBERTO, sub 2349, *Società di capitali. Commentario*, I, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, p. 290 ss.

STAGNO D'ALCONTRES ALBERTO, *Invalidità delle delibere assembleari di s.p.a. La nuova disciplina*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum* G.F. Campobasso, II, 2006.

STANGHELLINI LORENZO, *I limiti statuari alla circolazione delle azioni*, Milano, 1997.

STANGHELLINI LORENZO, *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, p. 559 ss.

STELLA RICHTER JR. MARIO, «Collegamento» e «raggruppamento» delle azioni di società, in *Riv. dir. comm.*, 1991, I, p.385 ss.

STELLA RICHTER JR. MARIO., *Trasferimento del controllo e rapporti fra soci*, Milano, 1996.

STELLA RICHTER JR. MARIO, *Il trust nel diritto italiano delle società*, in *Banca e Borsa*, 1998, I, p. 477 e ss.

STELLA RICHTER JR. MARIO, *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, p. 395 e ss.

STELLA RICHTER JR. MARIO, *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, p.89 ss.

STELLA RICHTER JR. MARIO, *Le procedure per le operazioni con parti correlate*, in *Riv. soc.* 2011, p. 64 ss.

STELLA RICHTER JR. MARIO, *Partecipare, intervenire e assistere alle adunanze*, in *Società, Banche, Crisi di Impresa, Liber amicorum P. Abbadessa*, I, 2014.

STELLA RICHTER JR. MARIO, *Parere sul “punto g.” dell’art. 2437 cod. civ. (e su altre questioni meno misteriose)*, in *Riv. not.*, 2, 2017, p. 383 ss.

STELLA RICHTER JR. MARIO., *Ancora in tema di recesso e modificazioni dello statuto concernenti i diritto di voto e di partecipazione*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, p. 149 ss.

STELLA RICHTER JR. MARIO, *Parere in tema di delisting dall’AIM Italia*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2020, I, pp. 106 ss.

STORCK MICHEL – DE RAVEL D’ ESCLAPON THIBAUT, *Faut-il supprimer les actions à droit de vote double en droit français* in *Bull. Joly* 2009, p. 92 ss.

STUPP J, *Anforderungen an die Vinkulierungsklausel bei Namensaktien*, in *NZG* 2005, p. 205 ss.

SZEGO BRUNO, *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un’analisi di adeguatezza dell’ordinamento italiano*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Banca d’Italia*, n. 55, 2002.

SZEGO BRUNO, *Finanziare l’innovazione: il venture capital dopo la riforma del diritto societario*, in *Riv. dir. civ.*, 2005, I, 821 ss.

TANZI MAURIZIO, *sub art. 2473*, in *Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. S. d’Alcontres, III, Napoli, 2004, p.1540 ss.

TASSINARI FEDERICO, *sub 2368-2369*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, a cura di D’Alessandro, II, Padova, 2010.

TEDESCHI FRANCESCO, *Raggruppamento delle azioni e conservazione della qualità di socio*, in *Giur. comm.*, 1979, I, 692 ss.

TOBIO RIVAS ANA, *Limitaciones de los derechos de asistencia y voto del accionista*, Madrid, 1995.

TOFFOLETTO ALBERTO, *Diritto di recesso e autonomia statutaria nelle società di capitali*, Milano, 2004.

TOFFOLETTO ALBERTO, *L'autonomia privata e i suoi limiti nel recesso convenzionale del socio di società di capitali*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 347 ss.

TOMBARI UMBERTO, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (Verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 1062 ss.

TOMBARI UMBERTO, *Le categorie speciali di azioni nella società quotate*, in *Riv. soc.* 2007, p. 965 ss.

TOMBARI UMBERTO, *Le azioni a voto plurimo*, in *Governo societario, azioni a voto plurimo e maggioranza del voto*, a cura di Tombari, Torino, 2015.

TOMBARI UMBERTO, "Maggiorazione del dividendo" e "maggiorazione del voto": verso uno "statuto normativo" per l'investitore di medio-lungo periodo, in *Principio capitalistico. Quo vadis?* a cura di Briolini, 2016, Torino.

TOMBARI UMBERTO, *sub art. 2348*, comma quarto, in *Le società per azioni*, a cura di Abbadessa e Portale, t.1, 2016, p.523 ss.

TORINO RAFFAELE, *Le société par actions simplifiée* in *Persona e attività economica tra libertà e regola*, a cura di De Donno, Napoli, 2016, p. 2059 ss.

TRICOLI AURELIO, *Sull'ammissibilità di quote di s.r.l. dotate di diritti particolari*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, p. 1029 ss.

TRIPPUTI ELISABETTA, *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.* II, 2011, p.304 ss.

TRISCORNIA ALESSANDRO, "Il gioco dell'Opa" all'AIM, in *Riv. dir. soc.*, 2017, p.797 ss.

TRÖGER TOBIAS, *sub 134 Aktg*, in *Kölner Kommentar<sup>3</sup>. h. Zöllner, Noack, Köln*, 2004.

TUCCI ANDREA, *Limiti alla circolazione delle azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso* diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Torino, 2007, p. 615 ss.

ULMER EUGEN, *Die vinkulierte Namensaktie*, in *FS Schmidt-Rimpler*, 1957, p.261 ss.

VALZER AMEDEO, *sub 2466*, *La mancata esecuzione dei conferimenti*, in *S.r.l. Commentario*, dedicato a G.B Portale, a cura di Dolmetta e Presti, p. 213 ss.

VATTERMOLI DANIELE, *sub art. 2355-bis*, in *La riforma delle società. Commentario* a cura di Sandulli e Santoro, I, Torino, 2003, p. 173 ss.

VENTORUZZO MARCO, *Sull'ambito di applicazione del gradimento e della prelazione*, in *Notariato* 1998, p. 429 ss.

VENTORUZZO MARCO, *Recesso da società a responsabilità limitata e valutazione della partecipazione del socio recedente*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2005, II, p. 393 ss.

VENTORUZZO MARCO, *The disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat* in *Bocconi Legal Studies Research Paper No. 2574236*, 2015

VENTORUZZO MARCO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 438 e ss.

VENTORUZZO MARCO, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Milano, 2012

VENTORUZZO MARCO, *Modifiche di diritto, indirette e di fatto del diritto di voto e recesso nelle s.p.a.*, in *Giur. comm*, II, 2015, p. 1055 ss.

VENTORUZZO MARCO, *Ancora su modifiche dei diritti di voto e di partecipazione*, in *Giur. comm.* 2017, I, p. 177 ss.

VIANDER ALAIN, *Les actions de préférence*, In *JCP E*, 2004, p. 1529 ss.

VISENTINI BRUNO, voce, *Azioni di società*, in *Enc. Dir.*, IV, Milano, 1959, p.967 ss.

VISENTINI BRUNO, *Sul frazionamento e sul raggruppamento delle azioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1960, I, p. 14 ss.

VISENTINI BRUNO, *Ancora sui limiti della disciplina privatistica della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1994, p. 729 ss.

VISENTINI GUSTAVO, *La rilevanza della partecipazione a sindacati di voto nella configurazione del gruppo SIM*, in *Riv. soc.*, 1991, p. 241 ss.

VISENTINI GUSTAVO, *Principi di diritto commerciale*, Padova, 2006

VITALI MATTEO, *Le azioni riscattabili*, Milano, 2013.

VON GODIN REINHARD – WILHELMI HANS, *sub § 134, Aktiengesetz, Kommentar* <sup>4.</sup>, a cura di Wilhelmi, Band 1, Berlin-New York, 1971.

WEIGMANN ROBERTO, *L'accomandita per azioni come cassaforte di famiglia*, in *Studi in memoria di G. Gorla*, t. III, Milano, 1994, p. 2519 ss.

WIEDEMANN HANS, *Die Übertragung und Vererbung von Mitgliedschaftsrechten bei Handelsgesellschaften*, München-Berlin, 1965

WIEDEMANN HANS, *Gesellschaftsrecht*, I, München, 1980.

ZANARONE GIUSEPPE, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, VIII, Padova, 1985, p. 19 ss.

ZANARONE GIUSEPPE, *L'invalidità delle deliberazioni assembleari*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, III, Torino, 1993.

ZANARONE GIUSEPPE, *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, I, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2006, p.55 ss.

ZANARONE GIUSEPPE, *Della società a responsabilità limitata. Art. 2462-2474*, t. I, in *Il codice civile. Commentario* fondato da P. Schlesinger e diretto da Busnelli, Milano, 2010

ZANARONE GIUSEPPE, *Della società a responsabilità limitata. Art. 2475-2483*, t. II, in *Il codice civile. Commentario* fondato da P. Schlesinger e diretto da Busnelli, Milano, 2010.

ZANONI ANDREA, *Venture capital e diritto azionario*, Padova, 2010

ZOPPINI ANDREA, *Clausola penale e caparra*, in *I contratti in generale*, Trattato dei contratti diretto da P. Rescigno, Torino, 1999, p. 893 ss.

ZOPPINI ANDREA, *La nuova disciplina dei finanziamenti dei soci nella società a responsabilità limitata e i prestiti provenienti da "terzi" (con particolare riguardo alle società fiduciarie)*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, p. 417 ss.

ZOPPINI ANDREA – TOMBARI UMBERTO, *Intestazione fiduciaria e nuova disciplina dei gruppi di società*, in *Contr. impr.* 2004, p. 1104 ss.

ZOPPINI ANDREA, *Patti di sindacato, possesso mediato e azioni a voto multiplo e maggiorato*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, a cura di Tombari, Torino, 2015.

ZÖLLNER WOLFGANG- NOACK ULRICH, *One share – one vote*, in *AG*, 1991, p. 117 ss.

ZÖLLNER WOLFGANG, *sub § 134*, in *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, I, 1985, Köln, Berlin, Bonn, München, *Rdn.* 39-40, p. 1391 ss.

### **Indice della giurisprudenza di legittimità:**

Cass., 14 giugno 1939, n. 2029, in *Foto it.*, p. 94 ss.

Cass., 30 maggio 1941, n. 1618, in *Riv. dir. comm.* 1942, II, p. 305 ss.

Cass., 8 gennaio 1966, n. 141, in *Giur. it.*, 1966, I, p. 855 ss.

Cass., 15 maggio 1978, n. 2365, in *Giur. comm.*, 1978

Cass. 24 febbraio 1983, n. 1432

Cass., 10 dicembre 1984, n. 6478, in *Foro it.*, 1985, I, p. 2325

Cass., 23 febbraio 1984, n.1296, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1985, I, p 197 ss.

Cass., 29 ottobre 1994, n. 8927, in *Riv. not.*, 1995, p. 244 ss., con nota critica di U. LA PORTA, *Patti parasociali e patto leonino*

Cass. 26 ottobre 1995, n. 11151, in *Giur.comm.* 1996, p. 329 ss., *Cassazione e contrattualismo societario: un incontro?* con interventi di Jaeger, Angelici, Gambino, Costi e Corsi

Cass, 10 dicembre 1996, n.10970, in *Giur. comm.*, 1998, II, p. 31 ss.

Cass., 23 settembre 1997, n. 9355, in *Foro it.*, 1999, I, p. 1324

Cass., 22 agosto 1997, n. 7857, in *Foro. It.*, 1998, I, c. 878 ss.

Cass., 23 giugno 1998, n. 6426, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2000, I, 46 ss.

Cass., 21 maggio 1999, n. 4943, in *Giust. civ.*, 1999, I, p. 2635

Cass., 8 novembre 2000, n. 14523, in *Soc.* 2001, p. 183 ss

Cass. 24 maggio 2007, n. 11774.

Cass., 8 maggio 2009, n. 10590, in *Società*, 2010, p. 543 ss

Cass. 22 aprile 2013, n. 9962, in *Giur. comm.*, 2014, II, con nota di F. CIUSA, *Il recesso ad nutum in s.r.l. con durata determinata al 2100*, p. 802 ss.

Cass., 5 luglio 2017, n. 16601 in *Resp. Civ. prev.*, 5, 2017, p. 1597 ss. con nota di A. BRIGUGLIO

Cass. 14 febbraio 2018, n. 3656

Cass. n. 17498 del 4 luglio 2018, in *Ban. Bor. Tit. cred.* 2019, p. 70 ss.  
Cass., I sez., n. 1185 del 21 gennaio 2020.  
Cass. 25 febbraio 2020, n. 4956.  
Cass. 21 febbraio 2020, n. 4716, in *Giur. comm.*, 2021 con nota di C. VASTA, *Cent'anni di solitudine (senza recesso ad nutum)*  
Cass. ord. n. 27227 del 7 ottobre 2021

### **Indice della giurisprudenza straniera:**

Cass. Ch. Com. 10 marzo 1976, in *Rev. soc.* 1976, p. 332 ss.  
Cour de Cassation in Com. 27 juin 1989, in *Bull. Joly* 1989, con nota di P. Le Cannu  
Com. 13 déc 1994, n.93-11.569, in *Rev. sociétés*, 1995, p. 298 ss. con nota di P. Le Cannu  
T. Rouen, 8 févr. 1974, in *RTD. comm.*, 1974, p. 413 ss., con nota critica di R. Rodiere  
T. com. Versailles 2 mai 1989, in *Bull. Joly* 1989, p. 615 ss. con nota di Y. Sexer  
*Bundesgerichtshof, BGH* 1 febbraio 1998, caso *Linotype* in *NJW*, 1988, p. 1579 ss.  
*BGH*, 20 marzo 1995, caso *Girmes*, in *NJW* 1995, p. 1739 ss.

### **Indice della giurisprudenza di merito:**

App. Bologna, 10 luglio 1995, in *G. it.*, 1996, I, p.590 ss.  
App. Bologna, 28 settembre 2017, n. 2204, in *Dejure.it*  
App. Cagliari, 23 giugno 2020, n. 390 in, *RDS*, 2021, III, con nota di C. VASTA, *Il recesso ad nutum nelle società a tempo determinato*, p. 499 ss.  
App. Milano, 22 marzo 1968, in *Giur. it.*, 1971, I, p. 666 ss.  
App. Milano, 5 ottobre 1973, in *Giur. merito.* 1974, I, p. 467 con nota di A. ROSSI e in *Giur. comm.* 1973, II, p. 202 ss.  
App. Milano 11 luglio 1982, in *Giur. comm.*, II, 1983, p. 397 ss.  
App. Milano, 14 luglio 1982, in *G. Comm.*1983, II, p. 406 ss.  
App. Milano 15 ottobre 1993, ord., in *Le Società*, 1994, p. 217  
App. Milano, 19 febbraio 2016, in *Soc.*, 2016, p. 691 con nota di M. PERRINO  
App. Napoli, 9 giugno 1998, in *Notariato*, 1999  
App. Torino, 1 ottobre 2013, in *Giur comm.*, 2014, II, 864, con nota di E. BARCELLONA, *Clausola di prelazione e fattispecie elusive: trasferimento endo-gruppo consentiti e successiva perdita del controllo della società cessionaria*  
Lodo Arb., 7 aprile 2000, Minervini Presidente, in *Contratto e impr.*, 2000, p. 959 ss.  
Trib. Bari, 15 Luglio 2013, in *Soc.*, 2014.  
Trib. Bologna, 10 giugno 1985, in *Giur. comm.*  
Trib. Bologna 14 novembre 2013, in *RDS.*, 2016, I, p.127 ss.  
Trib. Firenze, 16 luglio 2015, in *Foro it.*, 2016, I, p. 721 ss.  
Trib. Genova 3 gennaio 1986, in *Banc. Bor. Tit. cred.*, 1986, II, p. 427 ss.  
Trib. Genova, 3 Gennaio 1986, in *Dir. fall.* 1987., II, p. 191 ss.

Trib. Milano, 12 novembre 1970, in *Riv. dir. comm.* 1973, I, p. 26 ss., con nota di S. GATTI, *Casi di discussa applicabilità delle clausole statutarie di gradimento al trasferimento delle partecipazioni sociali*

Trib. Milano, 4 luglio 1988, in *Banca e Borsa tit. cred.*

Trib. Milano, 8 febbraio 1992 in *Soc.* 1992, p. 1087 ss.

Trib. Milano, 1 febbraio 2001, in *Società*, 2001, p. 973

Trib. Milano, 13 febbraio 2008 in *Banca Borsa*, 2008, II, p. 498 ss. con nota di DE LUCA

Trib. Milano, 1 aprile 2008, in *G.comm.*, 2009, p.1029

Trib. Milano, 31 dicembre 2011, tra gli altri in *Giur. comm.*, 2012, II, 739, con nota di F. DELFINI, *Opzioni put con prezzo predeterminato "a consuntivo", arbitraggio della parte e nullità*

Trib. Milano 5 settembre 2014, in *V. Not.*, 2014, p. 1389.

Trib. Milano, 13 giugno 2016, in *Soc.*, 2016, p. 1075 ss.

Trib. Milano, 23 settembre 2017, in *Società*, n.5/2018, p. 580 ss., con nota di F. PLATANIA

Trib. di Milano, ord. 23 novembre 2018, n. 50173

Trib. Milano, 19 giugno 2019, n. 5972, in [www.giurisprudenzadelleimprese.it](http://www.giurisprudenzadelleimprese.it)

Trib. Milano, 23 luglio 2020, n. 4628 in *il societario.it*

Trib. Milano, 2 giugno 2022, *Il societario.it*

Trib. Pavia, sent. 25 maggio 2011

Trib. Perugia, 29 Febbraio 2008, in *Giur. comm.*, 2010, II, p. 313 ss

Trib. Roma, 2 novembre 1972, in *Riv. dir. comm.*, 1974, II, p. 31

Trib. Roma, 26 luglio 2005, in *Riv. not.*, 2006, II, p. 762 ss.

Trib. Roma, 22 settembre 2015, [www.giurisprudenzadelleimprese.it](http://www.giurisprudenzadelleimprese.it).

Trib. Roma, sent. 30 giugno 2016

Trib. Roma, 21 febbraio 2017, n. 3410

Trib. Roma, 9 maggio 2017, ord., in *Soc.*, 4/2018, 457 ss., con nota di E. CICALTELLI, *Note in tema di change of control e margini di operatività delle clausole di prelazione statutaria*

Trib. Roma, 3 sett. 2020, in *Giur. comm.*, 2020/3, II, con nota di M. FACCI, *L'esclusione del socio: un banco di prova per il principio di unitarietà della quota di s.r.l.*, p. 733 ss.

Trib. Torino 18 settembre 1993, in *Società*, 1994, p.87

Trib. Torino, 8 maggio 1996, in *Giur. it.*, 1997, I, p. 24

Trib. Torino, 5 maggio 2017, [www.ilsocietario.it](http://www.ilsocietario.it)

Trib. Varese, 26 novembre 2004, in *Giur. comm.*, 2005, II, 476 ss

Trib. Verona, 26 maggio 2014, in *Ban. Bor. Tit. cred.*, 2015, II, 733

### **Indice delle massime notarili:**

COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Massima I.I.9, Individuazione dei soggetti a cui sono attribuibili diritti particolari* – (1° pubbl. 9/04)



COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Massima H.I. 21, *Limiti di validità della clausola statutaria che esclude l'emissione delle azioni o prevede l'utilizzazione di diverse tecniche di circolazione e di legittimazione* - 1° pubbl. 9/06).

COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE H.I.6 *Legittimità delle clausole di mero gradimento* - 1° pubbl. 9/04.

COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Massima I.N.6 - *(Applicazione del principio dell'unicità della partecipazione in presenza di categorie di quote* - 1° pubbl. 9/18).

COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Massima, H.I.2 – *(Definizione di gradimento non mero* pubbl. 9/04)

COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Massima H.I.29 – *Legittimità della clausola di riscattabilità delle azioni del socio inattivo o irreperibile* - 1° pubbl. 9/19

COMITATO TRIVENETO DEI NOTAI in materia di atti societari, Massima H.I.22, *Rinnovo del divieto statutario di trasferimento delle azioni*, 9/06, consultabile al sito [notaitriveneto.it](http://notaitriveneto.it).

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima* n. 36 del 19 novembre 2004, *Aumento del capitale sociale e azioni senza valore nominale*.

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima* n.32, del 19 Novembre 2004, *Condizioni di efficacia delle clausole di mero gradimento nella s.p.a.*

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO *Massima* n.71, del 2 Novembre 2005, *Mancata emissione dei certificati azionari*.

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima* n. 74, del 22 novembre 2005 *Cause convenzionali di recesso*, consultabile in [consigionotarilemilano.it](http://consigionotarilemilano.it).

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima* n.99, del 18 Maggio 2007, *Azioni riscattabili e introduzione della clausola di riscatto*

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima* 142, del 19 maggio 2015, *Categorie di azioni e diritto di nomina di amministratori e sindaci*

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima* n. 144 del 19 Maggio 2015, *Azioni a voto "diverso" e quorum assembleari*.

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima* n. 171 del 27 novembre 2018, *Nozione di categorie di quote di s.r.l. PMI*.

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima* n. 174 del 28 novembre 2018, *Categorie di quote a voto ridotto o maggiorato nelle s.r.l. PMI*.

CONSIGLIO NOTARILE MILANO, *Massima* n. 184 del 3 dicembre 2019, *Attribuzione di diritti diversi al ricorrere di condizioni «soggettive» dei soci*.

CONSIGLIO NOTARILE MILANO, *Massima* n.185, del 7 gennaio 2020, *Clausole statutarie di «change of control» che disciplinano gli effetti del trasferimento delle partecipazioni delle società-socie*

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima* n. 198, del 23 Novembre 2021, *“Penali statutarie e liquidazione delle azioni in caso di recesso ed esclusione”*

CONSIGLIO NOTARILE MILANO, Massima n. 202 - 5 luglio 2022, *Clausole statutarie di “tetto minimo” di azioni o quote*”

CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, Massima 1/2008, *Azioni speciali e loro conversione automatica in ordinarie a seguito di trasferimento.*

CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE PISTOIA E PRATO, Massima n.13/2010, in *RDS*, 2011

CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, Massima 25/2012, *Dei benefici dei soci fondatori.*

CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, Massima 47/2014, *Categorie di azioni a voto plurimo e nomina delle cariche sociali*

CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA, PRATO, Massima 48/2015, *Categorie di azioni a voto plurimo fidelizzanti.*

CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE PISTOIA E PRATO, Massima 67/2018, *Azioni riscattande, prezzo di vendita e patto leonino*

#### **Studi e materiali ulteriori:**

RELAZIONE AL DECRETO LEGISLATIVO 17 GENNAIO 2003, n 6., in *Riv. soc.*, 2003, p. 3 ss.

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.

ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e maggiorato*, *Circolare n. 10/2015*, in *Riv. soc.* 2015, p. 476 ss.

DUBOIS ARNAUD, *Introduction of Loyalty Shares in the Belgian listed companies, a real game changer?* 2019, disponibile online al link <http://hdl.handle.net/2078.1/thesis:20981>

CROCI E., BAJO M. BARBI, M. BIGELLI, *Bolstering family control: Evidence from loyalty shares*, *Journal of Corporate Finance*, 65, 2020 reperibile online al link [https://ecgi.global/sites/default/files/working\\_papers/documents/bajobarbibigellicrocifinal.pdf](https://ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/bajobarbibigellicrocifinal.pdf)

.D. SIRACUSA, *Voto maggiorato: brevi note sulla comunicazione Consob dell'8 maggio 2020*, in *Diritto Bancario. It.*

