



UNIVERSITÀ
DEGLI STUDI
DI BERGAMO

Dottorato di Ricerca in
Economia e Diritto dell'Impresa (*Business & Law*)

– XXXVIII ciclo –

Settore scientifico disciplinare (SSD): IUS/04 – Diritto Commerciale

*Limiti all'autonomia statutaria nella nomina degli amministratori
in presenza di categorie azionarie*

Relatore

Chiar.mo Prof. Vincenzo De Stasio

Tesi di dottorato

Francesca Maria Berruti

Matricola n. 1087206

ANNO ACCADEMICO 2024 / 2025

INDICE

CAPITOLO PRIMO

Liberalizzazione delle categorie di azioni: autonomia statutaria e nuovi spazi di flessibilità nella governance societaria

Sezione Prima. Governance, categorie di azioni e composizione eterogenea del consiglio: un'indagine sui margini dell'autonomia

- 1.– Categorie azionarie e poteri di nomina: il tramonto dell'assetto binario e la riscoperta dell'autonomia statutaria..... 3*
- 2.– L'evoluzione dell'autonomia nella governance societaria: una riflessione preliminare11*
- 3.– Il mercato come istituzione di utilità sociale: riflessi normativi e rilevanza esterna dell'autoregolazione 12*
- 4.– Dal contratto al comportamento organizzato: conseguenze per l'autonomia statutaria 15*
- 5.– La meritevolezza nella prospettiva organizzativa dell'impresa: verso un criterio oggettivo di razionalità sistemica..... 17*
- 6.– Efficienza e meritevolezza nell'autonomia statutaria: tra validità astratta e disapplicazione selettiva..... 22*

Sezione Seconda

Governance, categorie di azioni e composizione eterogenea del consiglio: un'indagine sui margini dell'autonomia

- 1.– Atipicità delle categorie azionarie e la legittimazione statutaria dei diritti speciali di nomina 25*
- 2. L'azionariato dei dipendenti nel diritto societario: il modello dell'art. 2349 c.c..... 30*
- 3.– Categorie di azioni, patti parasociali e «diritti individuali convenzionali»: alcuni spunti di riflessione..... 35*

4.– Il concetto di categoria: «diritti diversi» e limiti legali	40
5.– Il principio di competenza assembleare nella nomina degli organi sociali e le sue articolazioni.....	44
5.1.– Segue. Eccezioni e deroghe	48
5.1.1.– Il diritto di nomina degli enti pubblici titolari di partecipazioni in società per azioni ex art. 2449 c.c.....	49
5.1.2.– Il diritto degli strumenti finanziari partecipativi di nominare un amministratore indipendente: riflessi dell’art. 2351, ult. co., c.c.....	52
5.2.– Rappresentanza dei lavoratori negli organi sociali e autonomia statutaria: il nuovo quadro normativo della legge n. 76/2025.....	54
6.– Le «norme particolari» per la nomina degli amministratori: interesse sociale e interessi secondari in consiglio di amministrazione	59
7.– Natura sociale dell’interesse al “controllo” e alla “partecipazione” nella gestione	62
8.– La revoca	65
8.1.– La revoca degli amministratori nominati ex art. 2449 c.c.	66
8.2.– La revoca degli amministratori nominati ai sensi dell’art. 2351, comma 5, c.c... ..	68
8.3.– La revoca degli amministratori nominati dalle azioni di categoria.....	70
9.– Il primato dell’assemblea e il metodo collegiale nella nomina degli amministratori	72

CAPITOLO SECONDO

Profili di natura procedimentale quali limiti all’autonomia statutaria nella configurazione dei sistemi di nomina degli amministratori mediante categorie di azioni

1.– Le prerogative speciali nella designazione degli amministratori: ricostruzione dei modelli statutari.....	77
---	----

2.– <i>Categorie di azioni con prerogative di nomina: analisi critica e prospettive ricostruttive</i>	79
3.– <i>La configurazione di poteri extra–assembleari di nomina, a favore di altri organi societari o di singoli soci o terzi</i>	82
4.– <i>Il coordinamento tra «norme particolari» e meccanismo della cooptazione</i>	84
5.– <i>Esercizio assembleare della nomina e unitarietà del procedimento deliberativo</i>	86
6.– <i>Nomina mediante votazione separata nell’ambito della stessa riunione assembleare</i>	87
7.– <i>Nomina in assemblea separata cui partecipano esclusivamente i titolari delle azioni munite di tale prerogativa</i>	90
8.– <i>Nomina mediante designazioni separate ed approvazione in assemblea generale</i> ..	95
9.– <i>Rischio mancata copertura dei seggi riservati</i>	98
10.– <i>Modifiche statutarie ai quorum assembleari: fra il principio di facilità deliberativa ed il principio di libertà dei soci nella determinazione della vicenda estintiva delle società di capitali</i>	99
11.– <i>Azioni con riserva di nomina e voto di lista</i>	103
12.– <i>La restrizione della legittimazione passiva alla carica gestoria</i>	108
12.1.– <i>Segue. Scelta di candidati fra azionisti di categoria: l’interesse alla “facilità” di nomina e revoca degli amministratori</i>	111
13.– <i>Limiti sostanziali all’autonomia statutaria nella configurazione delle categorie di azioni e nella nomina degli amministratori. Rinvio.</i>	114

CAPITOLO TERZO

Autonomia statutaria e Control Enhancing Mechanisms: limiti e deroghe al principio maggioritario capitalistico

1.– <i>La proporzionalità tra partecipazione al capitale e diritti di voto quale espressione del principio capitalistico di governance</i>	118
--	-----

2.– <i>La liberalizzazione dei CEM e la derogabilità del principio maggioritario capitalistico</i>	122
3.– <i>Le premesse storico–culturali della liberalizzazione dei CEM: il tradizionale dibattito sul principio un’azione = un voto</i>	126
4.– <i>L’introduzione delle azioni non voting a seguito della riforma del 2003</i>	130
5.– <i>Le azioni a voto plurimo a seguito della novella del 2014: l’espansione dei CEM</i>	134
6.– <i>Il principio di equilibrio tra categorie speciali e ruolo ordinario dell’art. 2351 c.c.</i>	141
7.– <i>Dual Class Shares e principio capitalistico: verso un nuovo equilibrio tra ownership e control</i>	145
8.– <i>Tra autonomia statutaria e vincoli inderogabili: la persistenza del rapporto potere–rischio</i>	152
9.– <i>La qualificazione delle categorie azionarie con riserva di nomina esclusiva come azioni con diritto di voto limitato</i>	155
10.– <i>La soglia invalicabile della maggioranza e il principio di conservazione</i>	160
BIBLIOGRAFIA	165

CAPITOLO PRIMO

Liberalizzazione delle categorie di azioni: autonomia statutaria e nuovi spazi di flessibilità nella governance societaria

Sommario: *Sezione Prima*. Libertà d'impresa, autonomia privata, norme imperative, limiti di ordine pubblico principio di efficienza e meritevolezza. –1. Categorie azionarie e poteri di nomina: il tramonto dell'assetto binario e la riscoperta dell'autonomia statutaria; –2. L'evoluzione dell'autonomia nella *governance* societaria: una riflessione preliminare; –3. Il mercato come istituzione di utilità sociale: riflessi normativi e rilevanza esterna dell'autoregolazione; –4. Dal contratto al comportamento organizzato: conseguenze per l'autonomia statutaria; –5. La meritevolezza nella prospettiva organizzativa dell'impresa: verso un criterio oggettivo di razionalità sistemica; –6. Efficienza e meritevolezza nell'autonomia statutaria: tra validità astratta e disapplicazione selettiva. *Sezione Seconda*. *Governance*, categorie di azioni e composizione eterogenea del consiglio: un'indagine sui margini dell'autonomia. –1. Atipicità delle categorie azionarie e la legittimazione statutaria dei diritti speciali di nomina; –2. L'azionariato dei dipendenti nel diritto societario: il modello dell'art. 2349 c.c.; –3. Categorie di azioni, patti parasociali e «*diritti individuali convenzionali*»: alcuni spunti di riflessione; –4. Il concetto di categoria: uguaglianza nella medesima categoria e natura dei «*diritti diversi*»; –5. Il principio di competenza assembleare nella nomina degli organi sociali e le sue articolazioni; –5.1. *Segue*. Eccezioni e deroghe; –5.1.1. Il diritto di nomina degli enti pubblici titolari di partecipazioni in società per azioni *ex art.* 2449 c.c.; –5.1.2. Il diritto degli strumenti finanziari partecipativi di nominare un amministratore indipendente: riflessi dell'art. 2351, ult. co., c.c.; –5.2. Rappresentanza dei lavoratori negli organi sociali e autonomia statutaria: il nuovo quadro normativo della legge n. 76/2025; –6. Le «*norme particolari*» per la nomina degli amministratori: interesse sociale e interessi secondari in consiglio di amministrazione; –7. Natura sociale dell'interesse al “controllo” e alla “partecipazione” nella gestione; –8. La revoca; –8.1. La revoca degli amministratori nominati *ex art.* 2449 c.c.; –8.2. La revoca degli amministratori nominati ai sensi dell'art. 2351, comma 5, c.c.; –8.3. La revoca degli amministratori nominati dalle azioni di categoria; –9. Il primato dell'assemblea e il metodo collegiale nella nomina degli amministratori.

Sezione Prima

Libertà d'impresa, autonomia privata, norme imperative, limiti di ordine pubblico
principio di efficienza e meritevolezza

1.– Categorie azionarie e poteri di nomina: il tramonto dell'assetto binario e la riscoperta dell'autonomia statutaria

Il modello di società per azioni delineato dal codice civile del 1942 si fondava su un'impostazione normativa rigidamente tipizzata, costruita attorno alla netta contrapposizione tra due categorie di soggetti: i soci e i creditori. Nella prospettiva originaria del legislatore, entrambi contribuivano al perseguimento dello scopo sociale mediante l'apporto di risorse finanziarie, ma assumevano ruoli e statuti giuridici profondamente differenti in relazione alla gestione dell'impresa. I soci, apportando capitale di rischio – ossia conferimenti esposti agli esiti negativi di una gestione infruttuosa – acquisivano un potere gestorio, sia pure mediato, attraverso il diritto di nomina degli organi sociali. I creditori, al contrario, erogando capitale di credito da restituire alla scadenza indipendentemente dall'andamento dell'attività sociale, restavano estranei alla sfera gestionale, limitandosi ad assumere la posizione di controparte contrattuale della società.

Tale assetto *binario* trovava il proprio riflesso nell'affermazione di due principi cardine, fondativi dell'architettura tradizionale del modello societario: *da un lato*, la competenza esclusiva dell'assemblea ordinaria dei soci in ordine alla nomina degli organi gestori¹; *dall'altro*, il principio di proporzionalità tra peso del voto e apporto al capitale².

¹ Con riferimento alla validità della clausola statutaria che attribuisse ai possessori di determinate azioni il «diritto diverso», atto a fondare una categoria *ex art.* 2348, co. 2, c.c., di nominare uno o più membri del consiglio d'amministrazione o del collegio sindacale, si veda MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, 114 ss., secondo cui «diritti speciali siffatti sarebbero incompatibili anzitutto col principio fondamentale del nostro diritto azionario: il principio, cioè, che la nomina degli amministratori e dei sindaci spetta all'assemblea (artt. 2364, n. 2; 2383; 2400 cod. civ.), principio cui non si può derogare che nei casi tassativamente stabiliti dalla legge e in secondo luogo contro il principio dell'unitarietà dell'organo assembleare, cui contraddirebbe la possibilità di votazioni separate o di assemblee speciali delle diverse categorie azionarie, la maggioranza dovendo essere calcolata con riguardo al capitale sociale complessivamente considerato e il procedimento assembleare dovendo mettere capo ad un'unica deliberazione».

² Il principio in oggetto è stato affermato, tra gli altri, da: MIGNOLI, *op. loc. cit.*; SCALFI, *Clausole particolari per la nomina degli amministratori di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1971, 40 ss.; CASELLI, *Problemi in tema di nomina degli amministratori di società per azioni*, in *Contr. e impr.*, 1989, I, 69 ss.; ID., *Vicende del rapporto di amministrazione*, in COLOMBO–PORTALE (a cura di), *Trattato delle società per*

Il fondamento di tali principi risiedeva in una logica di coerenza tra rischio e potere (: spettava ai soci – unici soggetti esposti agli esiti, anche negativi, della gestione – il diritto di incidere su quest’ultima in misura proporzionata al contributo economico apportato).

Appare evidente, dunque, come l’orientamento tradizionalmente prevalente abbia negato l’ammissibilità di previsioni statutarie volte a introdurre *categorie* di azioni munite di prerogative speciali nella designazione degli amministratori, giungendo così – nonostante la significativa diffusione che essa conosce negli ordinamenti comparati – a respingere in maniera pressoché generalizzata tale fenomenologia e a trascurare interessi di evidente rilievo nella concreta dinamica societaria³.

Parte della dottrina ha infatti sostenuto che simili clausole debbano ritenersi, in linea generale, invalide, poiché si porrebbero in contrasto, *da un lato*, con il principio che riserva all’assemblea la nomina degli amministratori e dei sindaci e, *dall’altro*, con quello di unitarietà dell’organo assembleare, inteso come sede deliberativa fondata sull’intero capitale sociale e non frammentata in votazioni separate o assemblee speciali per categorie⁴.

azioni, IV, Torino, 2004, 24 ss.; MENCÍA, *La partecipazione della minoranza nella nomina degli amministratori di società per azioni: sulla possibilità di introdurre un sistema proporzionale di elezione*, in *Giur. comm.*, 1993, I, 970 ss.; SANFILIPPO, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, Torino, 2000, 359 ss.

³ In tal senso, v. per tutti MIGNOLI, *Le assemblee*, cit., 114 ss., CASELLI, *Vicende*, cit., 20 s.; in giurisprudenza v. Trib. Venezia, 4 marzo 1989, in *Società*, 1989, 960; Trib. Cassino, 12 aprile 1991, in *Riv. notar.*, 1991, II, 1432, che ha giudicato illegittima una clausola statutaria di attribuzione della nomina diretta di amministratori (e sindaci) ai titolari di data serie di azioni perché non coperta dall’art. 2458 c.c., ed in contrasto con «*il principio normativo, per cui è fatto divieto di emissione di azioni fornite di particolari diritti amministrativi non previsti dalla legge*». Per un efficace quadro di sintesi e ulteriori riferimenti, v. SANFILIPPO, *Funzione*, cit.

⁴ In particolare, MIGNOLI, *Le assemblee*, cit., 117 s., ha osservato come «*diritti speciali siffatti sarebbero incompatibili anzitutto col principio fondamentale del nostro diritto azionario: il principio, cioè, che la nomina degli amministratori e dei sindaci spetta all’assemblea (artt. 2364, n. 2; 2383; 2400 c.c.)*, nonché con «*il principio di unitarietà dell’organo assembleare, cui contraddirebbe la possibilità di votazioni separate o di assemblee speciali delle diverse categorie azionarie, la maggioranza dovendo essere calcolata con riguardo al capitale sociale complessivamente considerato e il procedimento assembleare dovendo mettere capo ad un’unica deliberazione*»; conf., SILVETTI, *Nomina*, cit., 547 s., il quale aggiunge che «*resterebbe violato non solo il potere assembleare di nomina, ma anche quello di revoca*», assumendo che la revoca dell’amministratore di categoria addirittura «*violerebbe un diritto di categoria*», pertanto «*inefficace, ai sensi dell’art. 2376, in mancanza di approvazione da parte dell’assemblea dei soci della categoria interessata*». Analogamente, SCALFI, *Clausole*, cit., 43 s., 48 s., che considera le fattispecie in discorso «*in contrasto con la libertà del voto in assemblea, presupposto della nomina da parte dell’assemblea (art. 2383 c.c.)*»; ma, sul punto, v. anche CASELLI, *Problemi*, cit., 85 s.; ID., *Vicende*, cit., 23 s.; JUSTE MENCIA, *La partecipazione*, cit., 971, il quale sottolinea la limitazione dei poteri dell’assemblea generale conseguente alla necessità di «*ottenere il consenso della maggioranza degli azionisti privilegiati riuniti in assemblea speciale*» per la modifica del sistema statutario di nomina *per categorie*; condivide la tesi del Mignoli, con riguardo alle fattispecie di assemblee separate e di votazioni separate, anche LEOZAPPA, *Nomina delle cariche sociali e categorie azionarie*, in *Giur. comm.*, 1996, I, 813.

In questa prospettiva, il rafforzamento del procedimento deliberativo mediante l'introduzione di meccanismi organizzativi ulteriori e autonomi rispetto alla struttura tipica dell'organo assembleare non potrebbe che configurarsi come un'inammissibile deviazione dal principio di competenza assembleare in materia di nomina delle cariche sociali⁵.

A sostegno dell'indirizzo restrittivo ha verosimilmente inciso, oltre all'originaria configurazione normativa che riconosceva all'autonomia statutaria margini assai più ristretti rispetto a quelli attuali, il ricorso pressoché automatico – e non mediato da specifiche elaborazioni interpretative – al principio della competenza esclusiva dell'assemblea ordinaria in materia di nomina degli organi gestori, nonché l'esigenza, frequentemente sottolineata in dottrina e giurisprudenza, di garantire l'unità e la coerenza sistematica del procedimento deliberativo, evitando soluzioni idonee a frammentare o a compromettere l'assetto complessivo delle attribuzioni assembleari.

Gli interventi legislativi in materia societaria hanno progressivamente favorito un ripensamento della portata dei principi oggetto di analisi, riconoscendo all'autonomia statutaria la possibilità di incidere *sia* sulla proporzione tra partecipazione al capitale e diritto di nomina delle cariche sociali, *sia* sull'individuazione dell'organo competente ad esercitare tale prerogativa.

La direttrice dell'intervento normativo non ha riguardato tanto le attribuzioni assembleari in senso stretto⁶ – essendo rimasti immutati, per gli aspetti qui considerati,

⁵ La tesi qui criticata sostiene che il tratto distintivo della tutela delle categorie di azioni consisterebbe nella «*predisposizione di procedimenti di formazione della volontà sociale più complessi rispetto alla semplice delibera dell'assemblea generale*», coinvolgendo, in tali procedimenti, elementi dell'organizzazione societaria – se si vuole, veri e propri “organi” – intesi come strumenti di espressione di specifici “gruppi” di azionisti, diversi dall'intera compagine sociale che si esprime nell'assemblea generale: così COSTA, *Le assemblee speciali*, in COLOMBO–PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, 3**, Torino, 1993, 517, ove si richiama l'esperienza comparata delle votazioni separate come alternativa all'assemblea speciale. Un'impostazione che sembra quasi presupporre, erroneamente, che si possa far ricorso a forme di rappresentanza assembleare differenziata anche al di fuori delle ipotesi espressamente previste. Infatti, nel nostro ordinamento l'istituto delle assemblee speciali trova applicazione esclusivamente in presenza di un pregiudizio delle posizioni soggettive attribuite dalle azioni di categoria, e non già quale strumento ordinario per l'attuazione di tali posizioni: v., per tutti, COSTA, *Le assemblee*, cit., 519 e nt. 71, 529 ss. e nt. 115 s.

⁶ Sotto tale profilo, il quadro normativo attualmente vigente risulta sostanzialmente invariato rispetto all'impianto originario del codice civile del 1942, il che consente di valorizzare, anche a distanza di tempo, gli esiti interpretativi cui era pervenuta la dottrina nel corso dei primi approfondimenti sistematici sul tema: MIGNOLI, *Le assemblee*, cit. Cionondimeno, talune recenti modifiche legislative, così come alcune implicazioni derivanti dal rinnovato assetto normativo di riferimento, sembrano offrire spunti utili per riconsiderare alcuni profili generali della disciplina, se non addirittura per proporre un parziale ripensamento delle conclusioni tradizionalmente accolte.

gli articoli 2364, n. 2, e 2383 c.c. – quanto, piuttosto, l’ampliamento delle categorie azionarie e delle modalità statutarie di modulazione del diritto di voto. In tal senso, *per un verso*, la riformulazione dell’articolo 2348 c.c., che consente alla società di «*liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie*», ha confermato e rafforzato il principio di atipicità delle categorie azionarie; *per altro verso*, le modifiche all’articolo 2351 c.c. hanno ampliato i margini di intervento dei soci sul diritto di voto, permettendone la limitazione anche in assenza di corrispettivi diritti patrimoniali e introducendo nel nostro ordinamento l’istituto del voto plurimo⁷.

L’intreccio dei fattori sin qui richiamati – come si avrà modo di approfondire nel prosieguo – ha condotto a superare l’assetto tradizionale che postulava un rapporto *assoluto e pienamente proporzionale* tra partecipazione azionaria e competenza assembleare in materia di nomina degli organi sociali.

Contestualmente, l’obiettivo di rafforzare la struttura finanziaria dell’impresa azionaria e il correlato atteggiamento di favore verso meccanismi di rappresentanza delle diverse componenti della compagine sociale hanno contribuito a favorire l’emersione di strumenti finanziari innovativi, idonei a consentire forme di partecipazione alla vita societaria secondo modalità differenziate⁸, ampliando così le possibilità di *governance* e le

⁷ L’art. 2351 c.c. ha conosciuto, negli ultimi due decenni, rilevanti interventi modificativi. Un primo passaggio si è avuto con il d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, che ha innovato il secondo comma della disposizione, ammettendo – sia pure in via implicita – la possibilità di emettere azioni a voto limitato anche in assenza di corrispondenti privilegi di natura patrimoniale. Una seconda, più incisiva riforma è stata introdotta con il d.l. 24 giugno 2014, n. 91, convertito con modificazioni dalla l. 11 agosto 2014, n. 116, che ha modificato il quarto comma dell’articolo, consentendo l’introduzione statutaria di azioni a voto plurimo fino a un massimo di tre voti per azione, nelle società non quotate. Più di recente, l’art. 13, co. 1, L. 5 marzo 2024, n. 21. ha ulteriormente ampliato tale facoltà, elevando a dieci il numero massimo di voti attribuibili a ciascuna azione. Sul tema si tornerà diffusamente nel Capitolo 3.

⁸ Sono individuate tre fattispecie distinte di strumenti finanziari, in corrispondenza delle diverse sedi normative ove gli stessi vengono disciplinati: (i) gli strumenti finanziari «*partecipativi*», caratterizzati dalla dotazione di diritti amministrativi o, sul piano patrimoniale, dal fatto di non conferire in alcun modo un diritto al rimborso del capitale e di non prevedere una remunerazione esclusivamente in misura fissa (art. 2346, co. 6, c.c.); (ii) la categoria degli strumenti *quasi-obbligazionari*, che comprende tutti quelli che accordano il diritto, condizionato nella misura all’andamento economico della società, al rimborso del capitale (art. 2411, co. 3, c.c.); nonché, (iii) gli strumenti afferenti ad un patrimonio destinato. Si tratta di fattispecie tra loro autonome, senza che, peraltro, sia esclusa la contemporanea appartenenza di un dato tipo di rapporto di investimento a due di esse (: strumento finanziario con diritto condizionato al rimborso del capitale e diritto di voto su particolari argomenti, oppure inerente ad un patrimonio separato e dotato del medesimo diritto di voto). Il tema è troppo vasto perché lo si possa ulteriormente approfondire in questa sede: per la tesi qui esposta sia consentito rinviare a CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voce*, Milano, 2006, *passim*; COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in ABADESSA–PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, I, Torino, 2006, *passim*; MIOLA, *I conferimenti in natura*, in COLOMBO–PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, 1***, Torino, 2004, 259 ss.; ENRIQUES, *Quartum non datur: appunti in tema di “strumenti finanziari partecipativi in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *BBTC*, 2005, 177 ss.; SPOLIDORO,

occasioni di coinvolgimento degli investitori. In tale prospettiva, particolare rilievo assume l'introduzione degli «*strumenti finanziari*» disciplinati dagli artt. 2346, 2349 e 2351 c.c., ai quali lo statuto può attribuire specifici diritti corporativi, tra cui quello di nominare un componente indipendente degli organi di amministrazione e controllo (art. 2351, ult. co., c.c.).

Pertanto, il principio di atipicità delle categorie azionarie, *da un lato*, e la disciplina che attribuisce agli strumenti finanziari partecipativi la facoltà di incidere direttamente sulla composizione degli organi sociali, *dall'altro*, hanno posto le basi per un progressivo ripensamento – e, successivamente, per il definitivo superamento – della tradizionale impostazione restrittiva, che nel previgente sistema escludeva la legittimità della creazione di categorie azionarie dotate del diritto di nominare uno o più componenti degli organi societari.

Tutto ciò non implica che, nella conformazione delle azioni speciali, l'autonomia statutaria sia priva di limiti. Permangono, infatti, vincoli di sistema posti a presidio di interessi che trascendono quelli dei singoli soci, secondo una direttrice che attraversa l'intera disciplina della società per azioni: l'ordinamento riconosce ampi spazi all'autonomia privata soltanto là dove non emergano esigenze di tutela del mercato e del corretto funzionamento dell'organizzazione societaria. Tali limiti operano, in particolare, al fine di garantire l'equilibrio e l'efficienza del governo societario — come dimostrano i vincoli ancora previsti, sebbene in termini assai meno stringenti rispetto al passato a seguito del d.l. n. 91/2014, dall'art. 2351 c.c. — nonché la coerenza causale del rapporto partecipativo (si pensi al divieto di patto leonino) e, più in generale, la coerenza tipologica del modello azionario.

Ne consegue che la libertà di determinazione del contenuto delle azioni speciali continua a trovare un limite non solo nelle espresse disposizioni di divieto, ma anche nei tratti inderogabili della disciplina del tipo s.p.a.⁹. Cionondimeno, il nuovo contesto normativo sembra aver significativamente attenuato la tradizionale rigidità dell'assetto

Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma della società di capitali, in *D. banc. Merc. Fin.*, 2003, 216; SERRA, *Le forme di finanziamento*, in *La riforma del diritto societario. Atti del Convegno di Sassari*, 2/3-10-2003, Milano, 2004, 24 s.

⁹ NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in ABBADESSA-PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, I, Torino, 2007, 611 s.

organizzativo della società azionaria, soprattutto con riferimento alla disciplina della nomina delle cariche sociali.

In tale prospettiva si colloca uno dei quesiti più rilevanti e dibattuti in dottrina, concernente la possibilità di attribuire a una categoria di azioni il diritto di nominare uno o più componenti dell'organo amministrativo o di controllo.

Nel nostro ordinamento, come noto, la questione è stata affrontata prevalentemente sul piano dottrinale, registrandosi un orientamento largamente favorevole – pur con taluni distinguo – alla compatibilità di siffatte previsioni con l'assetto legale delle competenze e con il principio, implicito nel sistema, di correlazione tra potere e rischio¹⁰.

Sotto questo profilo, il quadro normativo continua a ruotare attorno a due poli solo apparentemente contrapposti: da un lato, l'art. 2368, primo comma, ultima frase, secondo cui «*per la nomina alle cariche sociali lo statuto può stabilire norme particolari*»; dall'altro, gli artt. 2364, primo comma, n. 2, 2383, primo comma, e 2400, primo comma, che attribuiscono inderogabilmente all'assemblea ordinaria la competenza alla nomina di amministratori e sindaci. A tali disposizioni si affianca l'art. 2369, comma 4, che esclude la possibilità di elevare statutariamente i quozienti assembleari per le deliberazioni relative alla nomina e alla revoca delle cariche sociali.

Dopo la riforma del diritto societario, tuttavia, la dialettica tra questi poli regolamentari sembra atteggiarsi in modo diverso rispetto al passato, lasciando maggiore spazio a una lettura estensiva dell'art. 2368 c.c., già autorevolmente prospettata in dottrina quale fondamento di clausole idonee a introdurre «*un sistema elettorale affatto difforme da quello previsto dalla legge*»¹¹.

Tanto brevemente premesso, dunque, nonostante i numerosi dubbi sollevati dalla dottrina può ritenersi ormai pacificamente acquisita la legittimità di interventi statuari volti ad attribuire a determinate categorie di azioni il diritto di nominare un numero predeterminato di componenti degli organi sociali¹².

¹⁰ Il problema trova ampia trattazione in ANGELILLIS-VITALI, sub *art. 2351 c.c.*, in NOTARI (a cura di), *Azioni*, in MARCHETTI-BIANCHI, GHEZZI-NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, 436 e 470.

¹¹ MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956, 18.

¹² A sostegno dell'ammissibilità di simili previsioni si invoca, *da un lato*, l'ampliamento del potere statutario nella creazione di categorie di azioni (art. 2348 c.c.) e, *dall'altro*, il riconoscimento legislativo di strumenti finanziari partecipativi dotati di diritti amministrativi – tra cui la facoltà di designare componenti indipendenti degli organi sociali (art. 2351, ult. co., c.c.) –, nonché delle azioni a voto plurimo (art. 2351, co. 4, c.c.): elementi che sembrano avvalorare l'assenza di un vincolo assoluto al principio capitalistico e l'ammissibilità di deroghe al principio maggioritario "puro", anche mediante l'utilizzo combinato di diversi

La conclusione, tuttavia, deve essere accolta con particolare cautela¹³.

In effetti, non convince il tentativo di una parte della nostra dottrina di superare il problema della deroga alla competenza riconducendo l'esercizio del diritto speciale di nomina diretta di un amministratore all'interno dell'assemblea generale¹⁴.

Resta tuttavia il fatto che, in mancanza di una disciplina legislativa espressa, il legislatore ha implicitamente rimesso all'interprete il compito di delineare i limiti sostanziali e le modalità operative entro cui possa essere legittimamente prevista l'*esclusione* di parte dei soci dalle decisioni inerenti alla composizione degli organi gestori. Ne discende, pertanto, l'esigenza di definire con precisione l'ambito e le condizioni di esercizio di tale diritto.

Il tema in esame offre, dunque, l'occasione per riflettere sui confini dell'autonomia privata nel contesto societario, ossia sui limiti della possibile *contrattualizzazione* dell'organizzazione societaria, esplorando in che misura le disposizioni imperative possano limitare l'autonomia statutaria e quali specificazioni e differenziazioni siano necessarie per bilanciare libertà economica e controllo normativo. Si tratta, in particolare, di stabilire – nel contesto di un sistema che sembra sempre più orientato verso il riconoscimento delle libertà economiche e dei principi dell'economia di mercato – se, e

congegni statuari. Le principali obiezioni si concentrano, *per contro*, sulle fratture che tali categorie potrebbero determinare rispetto alla competenza esclusiva dell'assemblea nella nomina degli amministratori, all'unitarietà del procedimento assembleare e, più in generale, alla coerenza sistematica del principio capitalistico quale criterio ordinante nella distribuzione dei diritti amministrativi.

¹³ In altri ordinamenti, le autorità competenti hanno negato l'iscrizione nel registro delle imprese di clausole statutarie analoghe. In particolare, la *Dirección General de los Registros y del Notariado*, con *Resolución* 15 settembre 2008, ha ritenuto illegittima una previsione che attribuiva a una categoria di partecipazioni il diritto di designare direttamente un componente dell'organo amministrativo, giungendo a tale conclusione proprio sulla base di argomenti sostanzialmente coincidenti con quelli che parte della nostra dottrina reputa, per converso, superabili. Secondo l'autorità spagnola, se è consentito incidere sul (peso del) diritto di voto — mediante la creazione di partecipazioni a voto limitato e, nelle *sociedades de responsabilidad limitada*, anche a voto plurimo (artt. 96 e 188 LSC) — non rientra invece nell'autonomia statutaria la facoltà di alterare il procedimento deliberativo, sostituendo il metodo maggioritario con un meccanismo di designazione diretta, sia pure all'unanimità o a maggioranza, poiché ciò determinerebbe uno spostamento sostanziale della competenza dall'assemblea generale a un centro decisionale separato. Diversamente, nei sistemi di *common law*, l'ammissibilità di categorie di azioni munite del diritto particolare di nominare uno o più amministratori sembra costituire esito pressoché pacifico nella giurisprudenza (cfr. SEALY–WORTHINGTON, *Cases and Materials in Company Law*, Oxford University Press, Oxford, 2013, 428).

¹⁴ GIAMPAOLINO, *Nuove «funzioni» e questioni delle azioni di categoria*, in *Studi per Franco di Sabato*, Napoli, 2009, 643, che considera «possibile che uno statuto attribuisca ad una categoria un certo numero di amministratori purché la nomina avvenga nell'assemblea generale a seguito di una votazione, e cioè non si tratti di una designazione», e purché, aggiunge, «la maggioranza degli amministratori sia nominata dalla categoria alla quale appartengono la maggioranza delle azioni»; e v. anche SANFILIPPO, *Funzione*, cit., 334 ss.

in che misura, la disciplina delle società per azioni contenga disposizioni imperative non soggette all'autonomia decisionale dei soci tramite l'autodeterminazione delle regole statutarie.

L'attualità e la rilevanza della questione risultano ulteriormente accentuate dal fenomeno della progressiva *istituzionalizzazione* degli assetti proprietari, ossia dalla crescente concentrazione del capitale nelle mani di investitori istituzionali che gestiscono risorse nell'interesse di terzi¹⁵. In tale contesto, si rende pertanto necessaria una riflessione rinnovata sul ruolo e, soprattutto, sui limiti dell'autonomia statutaria nella disciplina delle clausole di nomina correlate all'esistenza di categorie speciali di azioni.

L'indagine si concentra sulle società per azioni "chiuse", vale a dire su quelle le cui partecipazioni non sono negoziate su mercati regolamentati né diffuse tra una pluralità indifferenziata di azionisti. Anche in questo ambito circoscritto, la questione conserva una portata considerevole, investendo profili *centrali* del diritto societario che – nello spazio di questo contributo – possono essere affrontati soltanto per approssimazione e *salti*.

Prima di procedere oltre, appare necessario soffermarsi su una precisazione preliminare concernente i criteri ermeneutici e sistematici che devono orientare il controllo di conformità delle clausole dell'atto costitutivo e dello statuto ai principi generali dell'ordinamento.

¹⁵ CIOCCA, *Il voto di lista nelle società per azioni*, Milano, 2018, 67, sostiene che «*Fra minoranze così qualificate, accomunate dal grado di sofisticazione e da percentuali di partecipazione comunque significative, è possibile, anzi opportuno, distinguere in base a modalità di investimento e di partecipazione. In questa ottica, altro sono le minoranze espresse dagli intermediari finanziari, altro quelle riconducibili agli organismi di gestione collettiva del risparmio o ai fondi pensione; altro ancora gli hedge funds*». A questo proposito, si veda GILSON–GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, in 113 *Colum. L. Rev.*, 2013, 874 ss., che individuano nella "reconcentration of ownership" nelle mani degli investitori istituzionali l'origine dell'insorgenza dei c.d. "costi di agenzia del capitalismo di agenzia". In tal senso, si veda anche MAUGERI, *Venture capital, preferenze di liquidazione e conflitti tra soci*, in *Rivista ODC*, 2024, secondo cui «*il problema dell'allocazione dei "diritti patrimoniali" tra socio fondatore e socio VC costituisce il momento di emersione di un nuovo costo di agenzia che sembra caratterizzare non solo le società aperte ma, più in generale, qualsiasi iniziativa economica collettiva che veda la partecipazione di un investitore "diversificato" (tipicamente: un fondo comune di investimento, aperto o chiuso o comunque "specializzato")*». In senso opposto, alcuni autori – riscontrando la potenziale incompatibilità con l'ordinamento italiano di clausole statutarie che attribuiscono speciali diritti ad una categoria di soci – individuano la rigidità del nostro diritto societario come uno dei fattori del ritardo dello sviluppo di questo mercato di investimenti nel nostro paese: cfr. CAPIZZI–AGSTNER–GIUDICI, *Il design contrattuale delle startup VC-financed in Italia*, in *AGE*, 2021, 230 secondo cui «*I problemi derivano sia da norme espresse che nei fatti impediscono alcune soluzioni contrattuali, sia dal consolidamento di indirizzi interpretativi dettati da considerazioni estranee alle opzioni di politica legislativa alla base delle riforme del 2012–2017 e che andrebbero, per questo, riconsiderati*».

Diviene pertanto imprescindibile definire l'impostazione metodologica di riferimento, verificando se l'autoregolamentazione statutaria continui a trovare fondamento nello schema dell'autonomia contrattuale¹⁶, ovvero se debba essere inquadrata secondo una diversa chiave qualificatoria, con conseguenze significative sia sul piano dei principi generali dell'ordinamento sia su quello delle discipline di dettaglio applicabili.

2.– *L'evoluzione dell'autonomia nella governance societaria: una riflessione preliminare*

La questione, di carattere generale, relativa ai limiti dell'autonomia statutaria nelle società per azioni, eccede l'ambito della presente indagine¹⁷.

Nondimeno, è possibile rilevare in termini generali che la legittimazione a discutere la tensione tra libertà statutaria e esigenze regolative poste a presidio del corretto funzionamento societario risulta tanto più fondata quanto più si accetta di collocare la materia oltre lo schema tradizionale del contratto – che ha storicamente costituito il principale, se non esclusivo, punto di riferimento nell'interpretazione delle regole e delle figure giuridiche legate all'iniziativa privata in ambito economico¹⁸ – e di ricondurne la disciplina al riconoscimento di un significato oggettivo, intrinseco alla funzione istituzionale della società per azioni¹⁹.

¹⁶ Tema che – sia sul piano dell'individuazione delle norme imperative, sia su quello della tecnica per imporre il rispetto delle stesse – è stato tradizionalmente governato da un approccio marcatamente contrattualistico. Sulla teoria del c.d. *nexus of contract*: ALCHIAN–DEMSETZ, *Production, information costs and economic organization*, 62 *The American Economic Review*, 1972, 777 ss.; JENSEN–MECKLING, *Theory of the firm: managerial behaviour, agency cost and ownership structure*, 3 *Journal of Financial Economics*, 1976, 305 ss.; EASTERBROOK–FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, 1991; per un recente sviluppo della teoria: AYOTTE–HANSMANN, *A nexus of contracts theory of legal entities*, 42 *International Review of Law and Economics*, 2015, 1 ss.; anche per ulteriori richiami MARCHETTI, *La nexus of contracts theory. Teorie e visioni del diritto societario*, Milano, 2000; DACCÒ, *La teoria del nexus of contracts*, in PORTALE (a cura di), *Lezioni di diritto privato comparato*, Torino, 2007, 185 ss.; ANGELICI, *Le basi contrattuali della società per azioni*, in COLOMBO–PORTALE (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, I, Torino, 2004, 106 ss.

¹⁷ Si è detto che l'ampliamento dell'autonomia privata, *da un lato*, trova giustificazione nell'estensione progressiva degli spazi riservati all'iniziativa economica privata e nel crescente riconoscimento della funzione sociale della libertà d'impresa, in linea con l'evoluzione legislativa ispirata ai principi costituzionali in materia di rapporti economici, e *dall'altro*, si inserisce in un più ampio progetto di ridefinizione del rapporto tra individuo e collettività, ancorato ai principi costituzionali: cfr. GINEVRA, *Libertà d'impresa, autonomia privata e nuove direttive per l'interprete*, in *Dir. banc.*, 2023, ove ulteriori riferimenti.

¹⁸ Si legge in ABBADESSA, *Disposizioni generali sulle società*¹, in RESCIGNO (diretto da), *Trattato di diritto privato*, XVI, Torino, 1985, 5 che «la società costituisca una particolare figura di contratto è affermazione della quale nessuno dimostra più di dubitare. E ciò non tanto in conseguenza della chiara attestazione fattane dall'art. 2247 c.c. quanto a causa del significato e del ruolo riconosciuto al contratto e alla sua disciplina nel sistema positivo vigente».

¹⁹ Specialmente dopo la riforma del diritto societario di cui al D. Lgs n. 6 del 17 gennaio 2003, sono emerse crescenti critiche alla teoria del cosiddetto “*nexus of contract*” e alla visione (che può definirsi)

In questa prospettiva, appare condivisibile – ed è a tale impostazione che si intende qui aderire – l’osservazione secondo cui, nell’ambito delle più recenti ricostruzioni sistematiche delle forme e dei significati dell’autonomia nel contesto del mercato, si registra una sorta di rovesciamento del percorso teorico tradizionale. Non si tratta più infatti di desumere la natura della società muovendo da una riflessione generale sul contratto, quanto piuttosto di considerare l’indagine sulla società stessa come un’occasione privilegiata per approfondire la portata e i limiti dell’autonomia negoziale²⁰.

La ricerca sulla natura della società non può, del resto, non essere letta oggi – in quanto rivolta alla più significativa forma di organizzazione privata dell’impresa – come uno studio sull’*autonomia privata*, e, più nello specifico, sul ruolo e sui confini che questa incontra di fronte alle esigenze di *regolazione dell’attività d’impresa*.

Le pagine che seguono si propongono di ripercorrere l’autorevole linea di indagine sviluppata dalla dottrina cui qui si aderisce, collocandola nel più ampio quadro dell’evoluzione economica degli ultimi decenni, ricostruita – pur in forma sintetica e con inevitabile approssimazione – secondo le direttrici che saranno di seguito delineate.

3.– *Il mercato come istituzione di utilità sociale: riflessi normativi e rilevanza esterna dell’autoregolazione*

È ampiamente riconosciuto che nel contesto dei rapporti economici, a partire dagli anni ‘90 e in linea con le sollecitazioni e gli obblighi derivanti dall’ordinamento europeo, si è

liberista ad essa associata. Tali teorie, *per un verso*, hanno contestato l’assunto che i rapporti societari possano *interamente* inquadrarsi nello schema contrattuale (e, dunque, che il problema dell’autonomia statutaria possa essere impostato alla stregua di un problema di autonomia negoziale) e, *per altro verso*, hanno sostenuto che, sebbene il fenomeno societario abbia fonte contrattuale (o comunque, derivi da un atto di libertà negoziale), nel suo funzionamento è governato da una dinamica oggettiva, più legata all’attività economica svolta piuttosto che al contratto da cui trae origine. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in CICU–MESSINEO–MENGONI (già diretto da)–SCHLESINGER (continuato da), *Trattato di diritto civile e commerciale*, I, Milano, 2012, 269 ss.; GINEVRA, *L’organizzazione societaria*, Torino, 2018, 8 ss.; ID., *Premesse a uno studio sulla rilevanza non contrattuale della società*, in M. CAMPOBASSO–CARRIELLO–DI CATALDO–GUERRERA–SCIARRONE ALIBRANDI (diretto da), *Società, banca e crisi d’impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, I, Torino, 2014, 294 ss.; BORDIGA, *Spunti*, cit., 778; STELLA RICHTER jr., *Autonomia statutaria, procedimento deliberativo e potere di voto: divagazioni a margine di un libro*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 353; ID., *L’organizzazione della società per azioni tra principio di tipicità, a autonomia statutaria e indicazioni delle autorità di vigilanza*, in CARCANO–MOSCA–VENTORUZZO (a cura), *Regole del mercato e mercato delle regole. Il diritto societario e il ruolo del legislatore. Venezia, 13–14 novembre 2015*, Milano, 2016, 413 ss. Nella stessa direzione, le più recenti classificazioni dogmatiche parlano piuttosto di «atto reale» o «comportamento attuoso», sul presupposto che l’efficacia giuridica non si fondi tanto sul programma causale soggettivamente perseguito, quanto sulla dimensione oggettiva del comportamento posto in essere: GINEVRA, *Libertà d’impresa*, cit., 9.

²⁰ GINEVRA, *Premesse a uno studio*, cit., 280.

assistito a un profondo cambiamento nella strategia politica adottata nel nostro ordinamento. Tale trasformazione si è tradotta in un progressivo arretramento dell'intervento pubblico diretto nel settore produttivo, accompagnato da una valorizzazione crescente dell'autonomia privata. Ne sono derivate, *per un verso*, la privatizzazione di attività sino ad allora gestite in via prevalente dallo Stato e, *per altro*, l'affermazione del principio del cosiddetto "*primato del mercato*", con la conseguente esigenza di approntare strumenti regolatori idonei a governarne le dinamiche²¹.

Questa evoluzione ha segnato una netta discontinuità rispetto alla fase precedente, caratterizzata dall'adesione, *sia* da parte del legislatore *sia* da parte della dottrina e della giurisprudenza, a un approccio di stampo marcatamente liberista²².

In altri termini, l'attribuzione al mercato di una funzione primaria nella realizzazione di interessi economici di rilievo collettivo ha determinato un progressivo incremento dell'attenzione dell'ordinamento verso la verifica della compatibilità e della coerenza delle regole private di produzione con l'obiettivo ultimo di garantire il benessere sociale, incrinando rapidamente l'impianto liberista tradizionalmente dominante e inaugurando un percorso di revisione normativa che ha inciso in maniera profonda e trasversale anche sulla disciplina dei rapporti contrattuali²³.

L'evoluzione delineata ha determinato, per quanto qui rileva, una crescente tendenza a riconoscere nei contratti d'impresa *fatti* la cui piena rilevanza giuridica può essere compresa soltanto se interpretata alla luce dell'organizzazione imprenditoriale di riferimento. In questa prospettiva, l'accordo contrattuale assume la funzione di strumento mediante il quale soggetti terzi si inseriscono nell'assetto organizzativo dell'impresa, concorrendo alla realizzazione di specifici risultati produttivi, articolati secondo direttrici definite da un sistema di regole privatistiche predisposte *ex ante*, il cui contenuto riveste

²¹ Sul punto, si rinvia a MENGONI, *Autonomia privata e costituzione*, in *BBTC*, 1997, I, 20, il quale rileva come, in attuazione delle direttive europee, il legislatore italiano abbia introdotto nuove disposizioni «ordinate a tutela della concorrenza e a garanzia della correttezza e della trasparenza delle operazioni commerciali, cioè delle condizioni che qualificano il mercato come istituzione di utilità sociale». Si veda, altresì, GINEVRA, *Premesse a uno studio*, cit., e ID., *Libertà d'impresa*, cit., ove ulteriori riferimenti.

²² Sebbene questo processo abbia determinato l'introduzione o la formalizzazione di vincoli apparentemente più rigorosi rispetto al passato, è possibile osservare come l'autonomia, in relazione alla configurazione della libertà d'impresa, abbia in realtà sperimentato una «nuova vita»: GINEVRA, *Libertà d'impresa*, cit., 3.

²³ La tutela della parte contrattualmente debole, in particolare del consumatore, non si configura tanto come espressione di solidarietà in senso stretto, quanto piuttosto come strumento volto a rafforzare la fiducia sistemica nel mercato e, in ultima analisi, a garantire la stabilità e l'efficienza complessiva del sistema economico: GINEVRA, *Libertà d'impresa*, cit., 4.

rilevanza normativa anche nella misura in cui contribuisce a garantire la coerenza dell'attività economica con *standard di compatibilità sociale*²⁴.

Al fine di cogliere più compiutamente i riflessi prodotti sull'agire individuale dalla trasformazione sopra delineata, appare opportuno soffermarsi – sia pur in forma sintetica, non essendo questa la sede per un'analisi sistematica dei molteplici profili coinvolti – sul versante che riconduce tale evoluzione al disegno costituzionale di progressiva ridefinizione del rapporto tra individuo e collettività. È stato infatti opportunamente osservato che all'interno di un contesto così trasformato la libertà non si configura più come mera espressione dell'individualità, ma assume la fisionomia di una forma di partecipazione attiva alla vita sociale.

In tale prospettiva, si può ritenere che la legittimazione dell'iniziativa privata a porre regole con efficacia nei confronti di una collettività trovi, rispetto alla tradizionale autonomia contrattuale, un autonomo fondamento nel disposto dell'art. 2 della Costituzione, precisamente nella parte in cui consente al privato di darsi regole come componente delle «*formazioni sociali in cui si svolge la sua personalità*»²⁵.

Se si adotta la prospettiva sopra delineata, il soggetto privato non si configura più come mero destinatario passivo della normativa, titolare di una sovranità negoziale limitata ai confini della propria sfera individuale e condizionata da norme imperative (cfr. artt. 1372 c.c., 2, 41 co. 1 e 42 co. 2 Cost.). Al contrario, egli è progressivamente chiamato a svolgere un ruolo attivo nella produzione di valore, attraverso comportamenti idonei a generare ricadute socialmente utili (cfr. artt. 2, 41 co. 2 e 47 co. 2 Cost.), e a farsi promotore di iniziative capaci di attrarre e coordinare la partecipazione di altri soggetti nella dinamica produttiva. In questo contesto, le regole private e quelle di legge tendono a interagire in

²⁴ Per un'evidenziazione di tale dinamica nel contesto dell'intermediazione finanziaria v. GINEVRA, *Il problema della responsabilità fiduciaria degli intermediari finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2019, I, 569; per una riflessione sulle conseguenze di tale processo in materia di *product governance* sugli assetti organizzativi, divenuti oggi centrali anche nella regolazione delle crisi d'impresa: GINEVRA-PRESCIANI, *Il dovere*, cit., 1216 ss.; in termini di estensione del potere di autonomia in ambito societario, anche in ottica comparata, v. BORDIGA, *Spunti*, cit., *passim*.

²⁵ Come rilevato da GINEVRA, *Identità e rilevanza della persona giuridica alla luce del d.lgs. n. 231/2001*, in *Riv. soc.*, 2020, 40, l'autonomia privata non si esaurisce nella libertà individuale, ma può esprimersi nell'assunzione di obblighi orientati a interessi collettivi, prospettiva sostenuta dall'ordinamento in attuazione dell'art. 3, co. 2, Cost.

un rapporto collaborativo, che spesso supera la tradizionale contrapposizione tra normativa statale e autonomia privata²⁶.

4.– *Dal contratto al comportamento organizzato: conseguenze per l'autonomia statutaria*

Alla luce di quanto precede, si osserva come il contratto assume la funzione di presupposto necessario per il coinvolgimento di una specifica sfera patrimoniale individuale, ossia per attribuire il comportamento di un soggetto a un fatto di rilevanza sociale e/o destinare risorse private a finalità collettive, proprie della comunità di riferimento. La rilevanza giuridica dell'azione, in tale logica, non discende più esclusivamente dall'intenzione negoziale individuale, bensì dall'efficacia concreta dell'attività rispetto alla funzione sociale perseguita, secondo una dinamica che richiama, per certi aspetti, quella tipica degli atti a struttura reale.

In questa prospettiva, come già sottolineato in precedenza, si può rilevare che i più recenti vincoli normativi in materia di *governance* finanziaria e societaria trovano fondamento nell'articolo 2 della Costituzione, che riconosce il ruolo dell'iniziativa economica privata nella promozione del bene collettivo²⁷. La spinta verso l'espansione del mercato finanziario e l'incentivazione della partecipazione degli investitori – anche alla luce della rilevanza di interessi collettivi primari, quali la tutela del risparmio – hanno progressivamente ampliato il perimetro regolatorio, investendo non solo i rapporti esterni tra impresa e soggetti terzi, ma estendendosi anche alla dimensione organizzativa interna. Tale evoluzione comporta un impatto diretto sulle modalità di esercizio dell'attività economica, richiedendo l'adozione di assetti gestionali idonei a garantire trasparenza, efficienza e coerenza con gli obiettivi di interesse collettivo che la normativa intende perseguire.

Alla luce di quanto esposto, risulta chiaro che – benché altri sono certo gli esiti dell'analisi civilistica –, il contratto tende a perdere quel ruolo di categoria (se non esclusiva, quantomeno) centrale nell'interpretazione delle norme e delle figure giuridiche

²⁶ Cfr. GINEVRA, *Libertà d'impresa*, cit., *passim*, spec., 2 e nt. 5, secondo cui la legge tende a configurarsi non più come vincolo autoritativo, bensì come fattore di accompagnamento e sostegno all'esercizio dell'autonomia privata.

²⁷ Più in generale, si è consolidata la consapevolezza che le scelte produttive e organizzative possano avere un impatto rilevante sugli equilibri sociali e sulla concreta fruizione dei diritti fondamentali. In tale prospettiva, si osserva una crescente pressione normativa, sia diretta sia indiretta, volta a orientare l'impresa verso modelli gestionali coerenti con il principio di sostenibilità, oggi riconosciuto come criterio trasversale e fondamentale delle dinamiche economiche contemporanee: cfr. GINEVRA, *Libertà d'impresa*, cit., 4 e 7.

che regolano l'azione privata in ambito economico (: fenomeno questo che appare particolarmente evidente nel campo del diritto relativo alla produzione d'impresa nel mercato). In effetti, *per un verso*, l'istituto in parola occupa una posizione marginale rispetto alla più ampia funzione svolta dal comportamento privato nella fattispecie d'impresa, sempre più intesa come un programma di destinazione economica di rilevanza sociale, piuttosto che come una semplice vicenda individuale di natura professionale o patrimoniale. *Per altro verso*, la funzione principale del contratto in questo contesto risiede nel regolare un'imputazione soggettiva a un più ampio fatto, la cui rilevanza supera di gran lunga quella del singolo atto, considerando il contesto socio-economico e spazio-temporale in cui si manifesta.

Ciononostante, occorre precisare che (anche) questa prospettiva non implica una emancipazione assoluta della fase esecutiva del rapporto societario dalle regole proprie delle relazioni contrattuali, restando regolati dai principi generali propri di queste ultime i rapporti tra soci²⁸.

Tutto quanto detto, ne consegue che appare poco soddisfacente affrontare il tema della validità delle clausole statutarie applicando *meccanicamente* le categorie generali del contratto delineate dal codice civile, per poi rifugiarsi in un principio di insindacabilità degli atti di autonomia laddove non risultino in contrasto, *per un verso*, con norme imperative – che presuppongono peraltro una tipizzazione completa delle ipotesi vietate – o, *per altro verso*, con i principi di ordine pubblico, difficilmente individuabili in un contesto in cui la riforma del 2003 ha significativamente ampliato gli spazi dell'autonomia statutaria e reso meno agevole il riferimento a valori indiscussi e

²⁸ I rilievi utilizzati per sottrarre all'autonomia privata le regole che incidono sull'organizzazione non si prestano ad essere operati con riferimento al contenuto della partecipazione azionaria e alle regole concernenti i rapporti fra soci, ai quali si applicano per consolidato orientamento della giurisprudenza i principi di buona fede e correttezza *ex artt.* 1175 e 1375 c.c.: Cass., 26 ottobre 1996, n. 11151, in *Giur. comm.*, 1996, 329 ss., con note di Jaeger, Angelici, Gambino, Costi e Corsi. Resta, dunque, centrale la funzione dell'istituto contrattuale nel definire le specifiche condizioni che regolano tale imputazione dal punto di vista degli interessi individuali delle parti coinvolte. Si tratta di un compito che non può esaurire completamente la complessità e la portata dell'insieme delle vicende cui l'imputazione fa riferimento e che richiedono una più ampia considerazione. Alla luce delle superiori precisazioni, è diffusa in letteratura la distinzione nel fenomeno in osservazione di due momenti: uno "genetico", che si colloca in gran parte nell'ambito dell'autonomia contrattuale ed è, in linea di principio, caratterizzato dalla sfera di libertà riconosciuta a tale autonomia, e uno esecutivo/organizzativo, non assimilabile alla dinamica "contrattuale", e che, in quanto funzionale alla realizzazione degli obiettivi economico-sociali della società, resta soggetto a principi diversi che impongono maggiore cautela. Cfr., sul punto, BORDIGA, *Spunti*, cit.

consolidati dell'ordinamento²⁹. Parimenti insoddisfacente risulterebbe, d'altro canto, un'impostazione che, nel tentativo di tracciare confini all'autonomia statutaria, moltiplichi in modo spesso opinabile il numero delle norme inderogabili o estenda in maniera eccessiva la portata dei principi di ordine pubblico (: un simile approccio, infatti, finirebbe per compromettere proprio quell'efficienza del modello societario che vorrebbe tutelare)³⁰.

Se la suddetta impostazione è corretta, occorre allora individuare con attenzione tutte le conseguenze che tale diversa qualificazione comporta, specialmente in relazione alle modalità con cui si realizza la *libertà sociale*, a partire da quelle concernenti la libertà d'impresa³¹.

5.– *La meritevolezza nella prospettiva organizzativa dell'impresa: verso un criterio oggettivo di razionalità sistemica*

Nel tentativo di individuare alcuni principi di rilievo – qualora si accolga l'impostazione secondo cui l'efficacia dell'attività d'impresa trovi fondamento (non diretto nell'atto privato, bensì) nella legge – può osservarsi che emerge con particolare evidenza l'esigenza di ridimensionare il ruolo tradizionalmente riconosciuto alla meritevolezza

²⁹ Anche nel contesto societario, l'autonomia statutaria non può essere assoggettata a un controllo meramente negativo, limitato alla rilevazione di ipotesi di contrasto con divieti espressi o norme inderogabili, ma impone un giudizio più penetrante che si misuri con la conformità sostanziale delle scelte organizzative agli equilibri sistemici e ai valori sottesi al modello societario delineato dal legislatore. SANFILIPPO, *Il procedimento di costituzione della s.p.a.*, in DONATIVI (a cura di), *Trattato delle società, II, Società per azioni*, Milano, 126 ss.

³⁰ L'adozione di una prospettiva che individui nel sistema limiti rigidamente inderogabili all'autonomia statutaria potrebbe comportare, in concreto, l'esclusione di clausole statutarie potenzialmente idonee a rendere il modello societario più competitivo e attrattivo. Un simile approccio rischia, pertanto, di disincentivare l'iniziativa imprenditoriale e di ostacolare il perseguimento di alcuni obiettivi strategici della riforma del 2003, tra cui la crescita dimensionale delle imprese e il loro accesso ai mercati dei capitali. Sui limiti di tale pur autorevole impostazione, si rinvia, fra tutti, a SANFILIPPO, *Il controllo*, cit., 169 ss. Con specifico riferimento all'evoluzione della disciplina dopo la riforma del 2003 e alla conseguente attenuazione delle istanze di conservazione del sistema: cfr. RIVOLTA, *Ragioni dell'impresa e principio di conservazione nel nuovo diritto societario*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, 570 ss.; ID., *Diritto delle società. Profili generali*, in COSTI (diretto da)–BUONOCORE (fondato da), *Trattato di Diritto Commerciale*, Torino, 2015 99 ss.

³¹ Se si accoglie l'ipotesi secondo cui l'attività di impresa discende non dall'atto privato, ma direttamente dalla legge, assume particolare rilievo la prospettiva di GINEVRA, *Il problema della responsabilità*, cit., 569, il quale interpreta l'impresa organizzata come una realtà fondamentalmente fiduciaria. Da tale impostazione deriverebbe una qualificazione più chiara e coerente della responsabilità degli organi di gestione e controllo, incentrata sulla tutela della fiducia che l'impresa suscita nei confronti dei soggetti coinvolti.

soggettiva ex art. 1322 c.c., storicamente assunta quale criterio esclusivo di valutazione della legittimità, liceità ed efficacia della regola privata³².

In effetti la meritevolezza si presenta come una clausola generale volta a dirimere conflitti tra interessi che, pur astrattamente suscettibili di tutela, richiedono un'operazione di bilanciamento³³. Tale verifica, dunque, non può esaurirsi nella sola verifica di liceità della causa contrattuale né nella conformità a norme imperative o a principi di ordine pubblico, ma deve spingersi a valutare la coerenza funzionale di ciascuna clausola rispetto al sistema di interessi che l'ordinamento intende presidiare³⁴.

In questa prospettiva, il giudizio di meritevolezza è stato a lungo interpretato come fattispecie – distinta e autonoma tanto dall'inesistenza quanto dall'illiceità del negozio, e – riferita agli interessi perseguiti dalle parti attraverso ciascuna clausola all'interno dell'assetto regolamentare complessivamente delineato dallo statuto³⁵. In particolare, si è

³² Il controllo di meritevolezza ha trovato applicazione anche ai fini della verifica di legittimità dei patti parasociali, anch'essi espressione dell'autonomia negoziale nel contesto societario. Sul punto, si rinvia a SANFILIPPO, *I patti parasociali. Per una riflessione sulle tecniche di controllo*, in *Nuove leggi civ.*, 2014, 1335 ss. (con indicazioni anche di giurisprudenza). Più recentemente, cfr. anche DONATIVI, *Patti parasociali*, in COSTI (diretto da)–BUONOCORE (fondato da), *Trattato di Diritto Commerciale*, Torino, 2022, 69 ss. e nt. 186–189, 183 s. e nt. 111; e, da una diversa angolazione, TUCCI, *La meritevolezza dei patti parasociali*, in *BBTC*, 2022, 1, 22 ss. e nt. 62.

³³ La verifica della meritevolezza si configura come compito che coinvolge l'interprete in una pluralità di funzioni, non essendo essa appannaggio esclusivo dell'autorità giudiziaria, ma spettando altresì ad altri operatori del diritto, primi fra tutti i notai. Sul punto, v. in particolare SANFILIPPO, *Il procedimento*, cit., 126 ss.

³⁴ La rilevanza della tecnica in esame potrebbe risultare ulteriormente rafforzata se si accogliesse una delle più convincenti proposte emerse in dottrina – che pare aver trovato un certo riscontro anche nella giurisprudenza della Suprema Corte – volta a conferirle una propria autonomia concettuale, anche sul piano della disciplina applicabile. Cfr., più di recente, Cass. civ., sez. VI, 07 febbraio 2019, conforme al *leading case* in Cass. civ., sez. I, 15/02/2016, n. 2900, in ordine ad una fattispecie di contratto di intermediazione finanziario atipico (c.d. “*For You*”, ma anche “*My way*”) ritenuto immeritevole di tutela e come tale irrilevante: «*Il contratto atipico, all'esito del giudizio d'immeritevolezza, deve ritenersi inefficace fin dalla stipulazione, inidoneo a vincolare le parti al reticolo di regole che ne compongono la struttura. Tale è la conseguenza della “irrelevanza giuridica” del medesimo. La valutazione da svolgere è, pertanto, del tutto simile a quella riguardante l'accertamento della validità o invalidità del contratto ex art. 1418 cod. civ., anzi deve ritenersi che l'indagine relativa alla tipicità od atipicità del contratto, alla sua unitarietà o scindibilità, costituisce un accertamento preliminare indefettibile*». Per l'evoluzione della giurisprudenza, MINERVINI, *La “meritevolezza” del contratto. Una lettura dell'art. 1322, comma 2, c.c.*, Torino, 2019, 29 ss.; LENER, *La meritevolezza degli interessi nella recente elaborazione giurisprudenziale*, in *Riv. dir. civ.*, 2020, I, 615 ss.

³⁵ L'interpretazione del secondo comma dell'art. 1322 c.c. continua a sollevare non pochi interrogativi in dottrina, soprattutto a causa della difficoltà di individuare parametri condivisi per il giudizio di meritevolezza richiesto dalla norma: giudizio che risulta di ardua definizione sia sotto il profilo del criterio in base al quale condurlo, sia rispetto al contenuto rispetto al quale condurla. Non stupisce, dunque, come tale clausola generale sia stata oggetto di interpretazioni fortemente divergenti: secondo alcuni, essa rappresenta nulla più che una ridondanza normativa, assorbita dal controllo di liceità della causa; secondo altri, il requisito della meritevolezza andrebbe ridotto a una verifica della non futilità dell'operazione o della sua rilevanza per l'ordinamento. Altri ancora vi hanno ravvisato affinità con lo schema della frode alla legge, ovvero l'hanno valorizzata come strumento di selezione della disciplina applicabile ai contratti

configurata l'immeritevolezza non tanto come vizio strutturale del negozio, bensì come indicatore della sua irrilevanza per l'ordinamento, con conseguente inidoneità a produrre effetti giuridicamente rilevanti e, dunque, a fondare pretese azionabili in giudizio³⁶.

È noto, tuttavia, che la previsione codicistica secondo cui tale valutazione debba svolgersi «secondo l'ordinamento giuridico» (art. 1322, co. 2, c.c.) ha rischiato, a una prima lettura, di sovrapporsi alla clausola generale dell'ordine pubblico, rendendo meno chiaro il discrimine concettuale e applicativo tra le due ipotesi³⁷. Il passaggio concettualmente decisivo è consistito allora nel riconoscere – anche alla luce dell'evoluzione storica della figura³⁸ – che l'espressione «secondo l'ordinamento giuridico» (art. 1322, cpv., c.c.) non rimanda a un giudizio che trova come punto di riferimento esclusivo gli interessi garantiti e tipizzati in senso “forte” da norme imperative o dalla clausola dell'ordine pubblico, bensì a una visione più *ampia* e *dinamica* dell'ordinamento, capace di includere anche gli interessi semplicemente promossi o favoriti dal sistema e che non vedono tipicamente emersione come parametro nel controllo di liceità.

In tal modo, il giudizio di meritevolezza può e deve aprirsi anche a valutazioni che non coincidono necessariamente con la clausola generale dell'ordine pubblico, ma che attengono a configurazioni di interessi riconosciute dal legislatore in chiave tendenziale, pur senza trovare compiuta codificazione o protezione in norme imperative. In questa prospettiva, il giudizio di meritevolezza si configura come strumento deputato a misurare la compatibilità dell'assetto negoziale atipico con la complessiva architettura degli interessi rilevanti nell'ordinamento, fungendo da criterio di conformazione della

atipici, ovvero ancora come criterio per verificare la coerenza dell'assetto negoziale rispetto agli interessi oggettivamente perseguiti. Per un'ampia e aggiornata ricostruzione delle principali letture dottrinali, v. PIRAINO, voce *Meritevolezza degli interessi*, in D'AMICO (diretto da), *Enc. dir.*, I tematici, I, Contratto, Milano, 2021, 677 ss.

³⁶ È noto come l'ordinamento sollecita un impiego prudente e selettivo della tecnica della disapplicazione, «*così come se la clausola non esistesse*», riconoscendo al giudice la possibilità di escludere l'efficacia di una clausola formalmente valida, qualora la sua concreta operatività si riveli in contrasto con esigenze superiori. La tecnica in parola, sebbene originata da un contesto normativo specifico (: una simile impostazione è codificata, ad esempio, in materia di clausole *solve et repete*, dove l'art. 1462, co. 2, c.c., attribuisce al giudice il potere di sospendere l'efficacia «*se riconosce che concorrono gravi motivi*»), sembra poter essere valorizzata come modello teorico generale.

³⁷ La più autorevole tradizione interpretativa ha per lungo tempo inteso la nozione di ordine pubblico in senso rigoroso, riconducendola da un lato a valori collaudati e indiscussi [SACCO-DE NOVA, *Il contratto*³, II, in SACCO (diretto da), *Trattato di diritto civile*, Torino, 2004, 84 ss., 94 ss.]; dall'altro a principi fondamentali sottesi a specifici istituti o a complessi sistematici di norme [BARCELLONA, voce *Ordine pubblico*, in D'AMICO (diretto da), *Enc. dir.*, I tematici, I, Contratto, Milano, 2021, 769 ss.].

³⁸ V. SANFILIPPO, *Il controllo*, cit., 167 ss.

disciplina applicabile al negozio. Il bilanciamento richiesto non può allora che fondarsi su un giudizio in concreto, che, nel contesto delle clausole statutarie, non si limiti a considerazioni astratte, ma si sviluppi sulla base degli effetti effettivamente prodotti dalle clausole stesse nel contesto specifico in cui esse operano, spesso secondo una valutazione *ex post*, una volta che siano state concretamente attuate nella dinamica societaria.

Fermo quanto sopra, si impone ora un ulteriore passaggio.

L'attuazione dei programmi produttivi dell'iniziativa privata comporta il coinvolgimento significativo di soggetti terzi, il che impone che l'organizzazione dell'impresa si confronti con un limite aggiuntivo, strettamente collegato a quello già richiamato. Se è vero che – in coerenza con il richiamato articolo 41, comma 2, Cost. – l'iniziativa economica debba essere organizzata in modo da evitare che il suo svolgimento si ponga in contrasto con l'utilità sociale, ne consegue che anche l'impiego stabile e sistematico di fattori produttivi forniti da terzi deve rispettare la funzione sociale cui tali risorse sono destinate.

Da una prospettiva interindividuale, l'assetto organizzativo dell'impresa deve perseguire un fine caratterizzato da una necessaria caratterizzazione *oggettiva*, in quanto la struttura interna è richiesta a garantire la coerenza con criteri di efficienza sociale. In altri termini, le regole interne all'organizzazione devono risultare compatibili con un paradigma di efficienza che trascenda l'interesse individuale, estendendosi all'interesse collettivo inteso come utilità sociale condivisa.

Di conseguenza, una disposizione interna all'impresa acquista rilevanza giuridica – e produce effetti – solo se supera una valutazione di non disfunzionalità o di congruità rispetto al fine perseguito. Nell'ambito dell'attività imprenditoriale, tale fine si identifica con la produzione economica, la cui concreta configurazione dipende dalla struttura organizzativa adottata e può determinare diversi livelli di coinvolgimento dei soggetti partecipanti all'attività³⁹. Si evidenzia in tal modo il profondo mutamento di prospettiva

³⁹ Il criterio di razionalità e di congruità, pur in assenza di un'espressa previsione legislativa, si configura quale fondamento immanente di numerose disposizioni del diritto societario che impongono vincoli e obblighi agli amministratori nella loro qualità di organi rappresentativi della società per azioni. Ne costituiscono esempi significativi gli artt. 2357–quater e 2361, comma 1, c.c. [sul punto, v. GINEVRA, *La sottoscrizione di azioni proprie*, in ABBADESSA–PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, I, Torino 2005, 679 ss.; ID., sub artt. 2360–2361 c.c., in SANTOSUOSSO (a cura di), artt. 2247–2378, in GABRIELLI (diretto da), *Commentario del codice civile, Delle società – Dell'azienda – Della concorrenza*, Torino, 2015, 1331 ss.]. In tali ipotesi, il principio di razionalità esige la costruzione di un nesso di coerenza tra l'atto dell'amministratore posto in essere nei confronti dei terzi e l'assetto organizzativo complessivo della società, la cui struttura normativa – definita nello statuto –

introdotto dall'approccio "organizzativo", rispetto alla visione tradizionale del diritto civile patrimoniale di matrice contrattuale, in cui anche il controllo di meritevolezza viene generalmente concepito come un bilanciamento tra vantaggi e sacrifici delle *parti*.

Tale mutamento non deve tuttavia essere interpretato come una contraddizione tra i due ambiti – "organizzativo" e "contrattuale" – appena menzionati ma piuttosto come una loro possibile complementarità. Ciò risulta evidente considerando i diversi obiettivi dei due programmi: *da un lato*, quello contrattuale ha natura patrimoniale; *dall'altro*, quello d'impresa possiede una valenza economica più ampia e strutturale. Non si tratta più di armonizzare la singola iniziativa all'interno di un quadro economico complessivo, ma di riconoscere l'esistenza di limiti esterni all'iniziativa privata, rappresentati dall'inviolabilità di valori sociali fondamentali (quali sicurezza, dignità, libertà) o dalla tutela di interessi collettivi ritenuti particolarmente rilevanti, come il risparmio.

In tale contesto, al tradizionale controllo di meritevolezza soggettiva previsto dall'articolo 1322 c.c. si affianca un criterio di *conformità* dell'assetto organizzativo societario a principi di razionalità nella disciplina dei poteri di gestione dei beni. Principio questo che si estende, nei casi in cui l'organizzazione coinvolga non solo i proprietari dei beni ma anche soggetti terzi, al rispetto del generale canone di tipicità delle situazioni di tipo reale.

Prima di valutare la coerenza di un determinato assetto statutario rispetto ai principi dell'ordinamento, l'interprete è dunque chiamato a ricorrere a tutte le tecniche di controllo disponibili – comprese quelle esplicitamente o implicitamente riconosciute dal codice civile tramite clausole generali – per effettuare la verifica funzionale richiesta dalla disciplina degli atti di autonomia imprenditoriale, in coerenza con un approccio sistematico che merita attenzione e valorizzazione. Tale procedimento non esclude che una clausola statutaria possa essere sottoposta anche al giudizio di liceità della causa, da condurre secondo criteri concreti e sostanziali, in linea con le più recenti acquisizioni in

fornisce le coordinate essenziali del rapporto instaurato tra soci e creditori attraverso la destinazione patrimoniale. Un'esigenza analoga di coerenza può rintracciarsi altresì nello sfondo di disposizioni rivolte più direttamente all'organizzazione dell'impresa societaria [sulla distinzione, v. FERRI jr.–ROSSI, *La gestione dell'impresa organizzata in forma societaria*, in IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 575]; il che rafforzerebbe l'interpretazione del novellato art. 2086 c.c. proposta da GINEVRA–PRESCIANI, *Il dovere*, cit., secondo i quali non si debba applicare la *business judgement rule* all'obbligo di predisporre assetti adeguati.

materia contrattuale. In questa prospettiva, l'eventuale difetto di meritevolezza degli interessi perseguiti dalla clausola può concorrere a una valutazione negativa della causa stessa, alla luce del limite di utilità sociale previsto dall'articolo 41, comma 2, Cost., quale parametro di legittimità dell'autonomia privata⁴⁰.

Da quest'ultimo angolo visuale, dunque, le norme che regolano l'organizzazione della società – intesa come articolazione del potere fra i suoi organi – sono percepite come in prevalenza intese a prevenire la possibilità di un contrasto dell'iniziativa economica con l'utilità sociale: di talché una certa previsione, la quale in ottica contrattuale sarebbe valida se soggettivamente meritevole, se inserita in uno statuto diviene apprezzabile in relazione alla sua oggettiva idoneità di concorrere (o non ostacolare) all'efficiente funzionamento dell'impresa.

6.– Efficienza e meritevolezza nell'autonomia statutaria: tra validità astratta e disapplicazione selettiva

La clausola generale della *meritevolezza* – nella declinazione offerta al paragrafo precedente – può fungere da criterio selettivo puntuale rispetto a quelle clausole statutarie che, sebbene formalmente lecite, producono nella concreta attuazione un equilibrio di interessi privo di giustificazione sistemica. In questa prospettiva, il controllo della conformità dell'autonomia statutaria all'ordinamento permette di valorizzare principi desumibili dall'insieme della disciplina di settore, spesso formulati mediante nozioni

⁴⁰ Per ulteriori approfondimenti sul tema, si rinvia a GINEVRA, *L'organizzazione societaria*, cit. Sulle caratteristiche strutturali peculiari del contratto d'impresa e sulla centralità della causa negoziale quale elemento distintivo rispetto alla disciplina dei contratti individuali, si veda in particolare LIBERTINI, *Autonomia individuale e autonomia d'impresa*, in GITTI–MAUGERI–NOTARI (a cura di), *I contratti per l'impresa, I, Produzione, circolazione, gestione, garanzia*, Bologna, 2012, 33 ss., spec. 62 ss., dove si propone una sistematizzazione del contratto d'impresa quale figura contrattuale autonoma, meritevole di una disciplina differenziata rispetto al paradigma civilistico generale. Per l'ipotesi di clausole statutarie relative al capitale sociale manifestamente inadeguato rispetto all'oggetto sociale, si v. PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in COLOMBO–PORTALE (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, 1**, Torino, 2004, 3 ss. In giurisprudenza, merita segnalare Cass. civ., sez. VI, 21 giugno 2018, n. 16412, che ribadisce come «i controlli insiti nell'ordinamento positivo relativi all'esplicazione dell'autonomia negoziale, coincidenti con la meritevolezza di tutela degli interessi regolati convenzionalmente e con la liceità della causa, devono essere in ogni caso parametrati ai superiori valori costituzionali previsti a garanzia degli specifici interessi (Cass. 19 giugno 2009, n. 14343, richiamata, in motivazione, da Cass. 1/4/2011, n. 7557; a tale pronuncia fa rinvio anche la recente Cass. Sez. U. 6 maggio 2016, n. 9140)».

giuridiche di contenuto indeterminato, la cui effettiva operatività richiede una preliminare definizione di parametri interpretativi adeguati⁴¹.

L'approccio ermeneutico qui considerato assume particolare rilevanza con riferimento a quelle clausole statutarie che, pur prive di profili di illiceità formale, risultano comunque inadatte a superare una preliminare verifica di coerenza logico-sistematica rispetto all'assetto complessivo dello statuto. In tali contesti, il criterio della *meritevolezza razionale* si conferma più adeguato rispetto a un giudizio basato esclusivamente sulla liceità formale o sulla *meritevolezza soggettiva*, soprattutto quando i principi di adeguatezza organizzativa – e, più in generale, di efficienza gestionale – debbano essere bilanciati con altre esigenze tutelate dall'ordinamento, quali la partecipazione degli *stakeholders*, la protezione di interessi collettivi o la razionalizzazione dei costi organizzativi, particolarmente significativi nelle imprese di dimensioni ridotte), che, lungi dall'essere estranee al sistema, vi trovano anzi spazio e possibilità di valorizzazione. Si pensi, a titolo esemplificativo, alle ipotesi in cui una clausola statutaria – pur astrattamente conforme alla legge – si traduca, nella concreta attuazione, in assetti organizzativi privi di giustificazione razionale.

⁴¹ Una parte significativa della dottrina riconosce come tale approccio risulti particolarmente rilevante in relazione al principio oggi centrale nella disciplina societaria dell'adeguatezza dell'assetto organizzativo. Su tale dovere, inteso quale espressione di un principio fondamentale del diritto societario, v. BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quarto, del codice civile*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 19 ss.; LIBERTINI, *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, 204 e 214; ID., *Principio di adeguatezza organizzativa e disciplina dell'organizzazione delle società a controllo pubblico*, in *Giur. comm.*, I, 2021, 5 ss. Riconduce l'obbligo di adeguatezza a quello di amministrazione diligente, ABBADESSA, *Profili tipici della nuova disciplina della delega amministrativa*, in ABBADESSA–PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. 2, Torino, 2006, 493 s. e nt. 4; in senso parzialmente difforme, IRRERA, *L'obbligo di corretta amministrazione e gli assetti adeguati*, in COTTINO–BONFANTE–CAGNASSO–MONTALENTI (diretto da), *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003–2009*, Bologna, 2009, 550 ss. Tale principio, sebbene formalmente riferito ai doveri degli amministratori, tende a configurarsi sempre più come una clausola generale (cfr. artt. 2086, 2380–bis, 2381, co. 3 e 5, 2403, co. 1, 2409–terdecies, co. 1, lett. c, e 2409–octiesdecies, co. 5, lett. b, c.c.), destinata a incidere non solo sul piano della responsabilità gestoria, ma anche su quello della conformazione statutaria, fungendo da limite – quantomeno negativo – all'adozione di assetti organizzativi suscettibili di compromettere la funzionalità dell'organo amministrativo. In tale prospettiva, le previsioni sull'adeguatezza, unitamente al principio di esclusività della gestione in capo all'organo amministrativo (art. 2380–bis c.c.) e alla regola della corretta gestione imprenditoriale nell'ambito dei gruppi (art. 2497 c.c.), delineano un principio generale di efficienza gestionale, destinato a fungere anche da limite all'autonomia statutaria, allorché questa si ponga in contrasto con la funzionalità dell'assetto organizzativo. In tal senso, LIBERTINI, *Scelte*, cit., 214; e, in tema di s.r.l., RIVOLTA, *Ragioni dell'impresa*, cit., 572. In senso critico, ritenendo l'adeguatezza estranea alla dimensione statutaria: FORTUNATO, *Atti di organizzazione, principi di correttezza amministrativa e Business Judgment Rule*, in *Giur. comm.*, 2021, II, 1381 s.; GINEVRA, *Tre questioni applicative in tema di assetti adeguati nella s.p.a.*, in *BBTC*, 2021, 554 ss.; e cfr. PRESCIANI, voce *Assetti organizzativi d'impresa*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, Agg. IX, Torino, 2022, 1 ss.

È in simili casi che il controllo di meritevolezza mostra la sua funzione più incisiva, operando come parametro di razionalità e coerenza sistemica. Tale criterio consente di neutralizzare [*rectius*, disapplicare] la clausola statutaria nei soli casi in cui la sua concreta attuazione determini esiti incompatibili con i principi dell'ordinamento, preservando al contempo la legittimità delle disposizioni statutarie effettivamente coerenti con l'assetto complessivo dell'impresa.

In ambito statutario, la clausola generale di meritevolezza si configura dunque come uno strumento ermeneutico particolarmente utile, in quanto consente di evitare soluzioni radicali – perché incongrue per eccesso – che giungono a dichiarare *tout court* l'invalidità astratta di una disposizione sulla base del solo rischio, meramente potenziale, di applicazioni deviate o distorte. Un simile rischio, pur non infrequente, non giustifica di per sé un giudizio di invalidità generalizzato, tale da precludere ogni possibile impiego della clausola, anche laddove essa trovi concreta applicazione in forme coerenti con il sistema.

In altri termini, si consente di scrutinare l'idoneità concreta della clausola a produrre effetti inaccettabili, pur in presenza di una sua astratta meritevolezza e liceità. Ne deriva che una clausola ritenuta immeritevole può essere disapplicata nel caso concreto, senza che ciò incida sulla sua validità astratta, che resta intatta e potenzialmente operante in situazioni differenti, ove essa si presenti invece conforme ai principi dell'ordinamento.

Sezione Seconda

Governance, categorie di azioni e composizione eterogenea del consiglio: un'indagine sui margini dell'autonomia

1.– Atipicità delle categorie azionarie e la legittimazione statutaria dei diritti speciali di nomina

La possibilità di istituire categorie di azioni alle quali sia attribuito il diritto di nominare uno o più componenti degli organi sociali – ipotesi che, prima della riforma del 2003, veniva generalmente ritenuta incompatibile con il principio, allora inteso in termini assoluti, secondo cui la nomina degli amministratori compete all'assemblea⁴² – sembra oggi trovare una propria legittimazione *non solo* nell'articolo 2348, co. 2 c.c.⁴³, *ma anche* nell'art. 2351, co. 5 c.c.⁴⁴.

⁴² MIGNOLI, *Le assemblee*, cit., 114; SCALFI, *Clausole*, cit., 40, 43, 48 s. contrario (non all'attuazione di un regime come quello dell'art. 2458 ora 2449 c.c., «anche per una partecipazione privata di minoranza», ma) ad assemblee separate o speciale; BIONE, *Le azioni*, in COLOMBO–PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, II*, Torino, 1991, 51; sul punto v. anche NOTARI, *Le categorie speciali*, cit., 611–612, testo e nota 38, ove ulteriori riferimenti. La giurisprudenza pareva parimenti orientata in senso assolutamente negativo, come emerge da Trib. Cassino, 12 aprile 1991 (v., *supra*, nt. 4); Trib. Venezia, 4 marzo 1989, in *Società*, 1989, 960 s.; V. altresì, Trib. Verona, 18 dicembre 1987, in *Società*, 1988, 403; Trib. Verona, 14 febbraio 1989, in *Società*, 1989, 954; Trib. Verona, 8 novembre 1991, in *Società*, 1992, 813, nonché dall'analitico contributo di LEOZAPPA, *Nomina*, cit., 800 ss. Inoltre, Trib. Cassino, 13 ottobre 1989, in *Società*, 1990, 362 (in tema di s.r.l.), ha affermato il contrasto con l'art. 2383 c.c. dello statuto che affidi formalmente all'assemblea la nomina degli amministratori, ma la vincoli alla ratifica delle decisioni effettuate fuori da essa.

⁴³ La possibilità di attribuire liberamente il contenuto delle azioni appartenenti alle diverse categorie chiarisce come la menzione da parte della legge di specifiche categorie o di diritti modificabili non debba intendersi come un *numerus clausus*, o come un'indicazione tassativa delle azioni suscettibili di essere create attraverso l'autonomia statutaria. Tale impostazione risponde all'esplicito intento del legislatore di valorizzare la creatività degli operatori nella definizione di nuove categorie di azioni, che, pur non ancora contemplate a livello normativo, risultino funzionali alle esigenze di volta in volta emergenti dal mercato. Come si legge nella Relazione al d.lgs. n. 6/2003, il legislatore della riforma ha ritenuto «opportuno espressamente far riferimento ad alcune ipotesi che, per la loro utilità o per i problemi interpretativi cui hanno dato luogo, meritano una diretta considerazione», pur «rimanendo naturalmente salva la possibilità di elaborare nuove forme di categorie di azioni rispetto a quelle già riconosciute dalla pratica»: sul punto v. per tutti FERRO–LUZZI, *Riflessioni sulla riforma: la società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 689 ss.; TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, 1090 ss.; ABRIANI, *Delle azioni e degli altri strumenti finanziari*, in COTTINO–BONFANTE–CAGNASSO–MONTALENTI (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004, 209 ss.; NOTARI, *Le categorie*, cit., 607 ss.).

⁴⁴ Il principio di libera determinazione del contenuto delle categorie azionarie si colloca all'interno di un più ampio processo di ristrutturazione della configurazione finanziaria delle società per azioni, mirato a favorire l'ampliamento e la diversificazione dei canali di finanziamento e di investimento nel capitale sociale. In tale contesto, un elemento di particolare rilievo è costituito dall'introduzione della nuova figura degli «strumenti finanziari» di cui agli artt. 2346, 2349 e 2351 c.c., che lo statuto può dotare di specifici diritti corporativi, tra cui, a titolo esemplificativo, la possibilità di designare un componente indipendente

L'introduzione di azioni dotate del diritto di nominare uno o più componenti degli organi sociali infatti era stato già oggetto di discussione sotto il regime del codice civile del 1942, quando tuttavia il divieto di azioni a voto plurimo, l'obbligo di compensare eventuali limitazioni del diritto di voto con privilegi di natura patrimoniale e l'esclusiva riserva in favore dell'assemblea del potere di nominare gli amministratori – con la sola eccezione allora prevista per lo Stato e gli enti pubblici – inducevano la maggior parte della dottrina a ritenere tale soluzione inammissibile, pur non mancando voci di parziale apertura⁴⁵.

In seguito, si è assistito a una rivalutazione del tema – avviata in dottrina già prima della riforma del diritto societario italiano, intervenuta d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6⁴⁶ e

negli organi di amministrazione e controllo (art. 2351, ult. co., c.c.). Per approfondimenti e considerazioni analoghe si rinvia a TOMBARI, *sub art. 2348 c.c.*, in ABBADESSA–PORTALE (a cura di), *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, I, Milano, 2016, 524; ABRIANI, *sub art. 2351 c.c.*, in COTTINO–BONFANTE–CAGNASSO–MONTALENTI (diretto da), *Il nuovo diritto societario. Commentario*, I, Bologna, 2004, 324 ss.

⁴⁵ FERRI, *Le società*, in VASSALLI (diretto da), *Trattato di diritto civile*, X, 3, Torino, 1987, 672, sulla possibilità che a ciascuna categoria di azioni sia data una propria rappresentanza in consiglio; LEOZAPPA, *Nomina*, cit., 806 s. e 813 s., per la legittimità di una categoria di azioni con il diritto di indicare una lista di candidati sui quali l'assemblea vota, o con il diritto di avere riservato ai titolari delle azioni della categoria l'elettorato passivo in sede di nomina del consiglio di amministrazione.

⁴⁶ SANFILIPPO, *Funzione*, cit., 323 ss. L'Autore tuttavia esclude che le azioni in questione si specificino in una categoria [secondo una posizione confermata anche in ID., *Gli amministratori*, in CIAN (a cura di), *Diritto commerciale*, II, Torino, 2013, 467, nt. 23] perché sin quando tali azioni votano nell'assemblea generale non hanno un diritto diverso e non esprimono una contrapposizione di interessi diversi propria della configurazione delle categorie. Tuttavia, proprio le considerazioni dell'A. sulla qualificazione delle azioni con riserva speciale di nomina della parte minoritaria degli amministratori come azioni a voto limitato, sottoposte al vincolo quantitativo di cui all'art. 2351, comma 2, c.c., lasciano propendere per una caratterizzazione in termini di categoria, per via della attribuzione di diritti diversi che ne radicano l'esistenza (: MIGNOLI, *Le assemblee*, cit., 62; NOTARI, *Le categorie*, cit., 593 ss., ivi 601 s.)

rafforzata ulteriormente dopo la sua introduzione⁴⁷ – influenzata non solo dalla prassi notarile⁴⁸, ma anche dall’esperienza comparatistica⁴⁹.

Inoltre, la riforma ha introdotto rilevanti elementi di liberalizzazione, conferendo al modello della società per azioni un elevato grado di flessibilità nella definizione dei diritti spettanti ai soci (: cosa che consente di configurare le caratteristiche delle azioni in funzione delle specifiche esigenze degli azionisti, nel rispetto dei vincoli normativi vigenti). In parallelo, l’evoluzione normativa ha favorito l’emergere di strumenti finanziari innovativi, che permettono una partecipazione alla vita societaria articolata secondo modalità diversificate, ampliando così le possibilità di *governance* e di coinvolgimento degli investitori.

Dunque, rispetto alla disciplina anteriore alla riforma del 2003, come noto, si è assistito *non solo* all’introduzione di nuove fattispecie di azioni speciali⁵⁰, *ma anche* ad una ancor

⁴⁷ ABRIANI, sub art. 2351 c.c., cit. 324 s.; nonché ID., *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in ABRIANI–AMBROSINI–CAGNASSO–MONTALENTI, *Le società per azioni*, I, in COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, IV, Padova, 2010, 307 ss.; MAUGERI, *Azioni di risparmio e azioni di categoria: prime note sul coordinamento tra t.u.f. e nuovo diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 1292 ss., e 1305 s.; ID., *Se possa riservarsi a una categoria di azioni o gruppi di azionisti la nomina di singoli amministratori o sindaci*, in A. GAMBINO (a cura di), *Società di capitali. Casi e materiali*, Torino, 2006, 57 e 62 s.; MONTAGNANI, sub art. 2383 c.c., in GHEZZI (a cura di), *Amministratori*, in MARCHETTI–BIANCHI–GHEZZI–NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, 150; TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2007, 965 ss. e 975 s.; ANGELILLIS–VITALI, sub art. 2351 c.c., cit., 437; DONATIVI, *Strumenti di corporate governance nel rapporto fra fondi di private equity e PMI*, in *BBTC*, 2008, I, 205 ss. e 217 s.; GIAMPAOLINO, *Nuove «funzioni»*, cit., 2009, 625 ss. e 642 ss. Invocano estrema cautela, CIAN–SANDEI, sub art. 2348 c.c., in SANTOSUOSSO (a cura di), *Delle società – dell’azienda – della concorrenza*, I, in GABRIELLI (diretto da), *Commentario del Codice Civile*, Torino, 2014, 907 ss. e 918. Per un’analisi dei principali cambiamenti avvenuti in seguito alla riforma si vedano, tra tutti, G.F. CAMPOBASSO, *La riforma delle società di capitali e delle cooperative. Aggiornamento del diritto commerciale*, Torino, 2003; IANNIELLO, *La riforma del diritto societario: guida sistematica e comparata alla nuova disciplina delle società*, Milano, 2003.

⁴⁸ Consiglio notarile di Firenze, Pistoia e Prato, Massima n. 15, 16 aprile 2010: «È legittima la clausola dello statuto di una s.p.a. che attribuisca ad una o più categorie di azioni il diritto di nominare una componente minoritaria del consiglio di amministrazione o degli organi di controllo».

⁴⁹ Nel Regno Unito, nulla osta secondo DAVIES, *Gower and Davies’ Principles of Modern Company Law*, London, 2003, 368 a che il diritto di nominare parte degli amministratori sia attribuito per statuto solo a classi di azionisti. Tuttavia, la libertà dell’atto costitutivo è bilanciata dalla sec. 168 Companies Act 2006 secondo la quale l’assemblea con deliberazione ordinaria può revocare liberamente e in ogni tempo l’amministratore da chiunque nominato: DAVIES, *Corporate Boards in the United Kingdom*, in DAVIES–HOPT–NOVAK–VAN SOLINGE, *Corporate Boards in Law and Practice. A Comparative Analysis in Europe*, 2013, 745. Per un’analisi approfondita dell’esperienza comparatistica, si rinvia a CIOCCA, *Il voto di lista*, cit., 272, nt. 253.

⁵⁰ È chiaro il riferimento alle disposizioni normative dettate in tema di azioni correlate (art. 2350, co. 2, c.c.), di azioni prive del diritto di voto, a voto contingentato o scaglionato (art. 2351, co. 3, c.c.), ovvero di azioni riscattabili (art. 2437 *sexies* c.c. Si osservi, in proposito, che mentre le azioni correlate, prive di voto, a voto limitato o condizionato costituiscono sempre, per definizione, categorie speciali – non essendo concepibile che tutte le azioni siano dotate della medesima caratteristica distintiva – il voto contingentato o scaglionato, così come il riscatto ex art. 2437–*sexies* c.c., non implicano necessariamente la creazione di una categoria, potendo applicarsi all’intero capitale. In particolare, per le azioni a voto contingentato o

più chiara forma di riconoscimento – rappresentata dalla nuova disposizione aggiunta nel secondo comma dell’art. 2348 c.c., là dove il legislatore si premura di affermare che, nel creare categorie di azioni con diritti differenti, «*la società, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie*» – della *atipicità* delle categorie di azioni⁵¹. Ciò a conferma del fatto che l’intento del legislatore di valorizzare l’autonomia statutaria risiede *non tanto* nell’introduzione di nuove tipologie di azioni speciali, *quanto* piuttosto nella scelta (esplicita o implicita) di allentare in misura rilevante i vincoli e le rigidità tradizionalmente imposti dalla disciplina codicistica della società per azioni⁵².

Per comprendere appieno l’importanza di tale innovazione basti considerare che, nel vigore della precedente disciplina, sebbene fosse prevista una pluralità di forme di partecipazione al capitale attraverso la creazione di categorie di azioni, il secondo comma dell’articolo 2348 veniva applicato in modo restrittivo. Nella prassi, dunque, le categorie speciali di azioni erano sostanzialmente limitate a quelle, invero assai ristrette,

scaglionato, la previsione del limite del diritto di voto incide sulle azioni che, di volta in volta, sono detenute da un medesimo soggetto che supera le soglie fissate dallo statuto, e non su azioni previamente individuate. Resta fermo che, laddove il contingentamento o lo scaglionamento siano riferite solo a una parte delle azioni, può comunque configurarsi una autonoma categoria azionaria (che, sia detto per inciso, può superare la metà, non applicandosi il limite dell’art. 2351, comma 2°, ult. frase, c.c.). Cfr. sul punto NOTARI, *Le categorie*, cit., 594; per ciò che concerne invece le azioni riscattabili, si veda invece *ivi*, 600 ss., nonché i riferimenti bibliografici *ivi* richiamati.

⁵¹ In questo senso, è stato affermato che la locuzione «*diritti diversi*» debba essere intesa in senso ampio, ossia nel senso 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*»: così, NOTARI, *Le categorie*, cit., 601. Tanto premesso, e senza alcuna pretesa di affrontare approfonditamente in questa sede un tema così complesso e ricco, si rinvia, *inter alia*, a GINEVRA, *La partecipazione azionaria*, in CIAN (a cura di), *Diritto commerciale, III. Diritto delle società*, Torino, 2020, 292 ss.; SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008, 122 ss.; TOMBARI, sub art. 2348 c.c., cit., 518 ss.; ID., *Azioni di risparmio e tutela dell’investitore (Verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Riv. soc.*, 2002, 1072 ss.; SCIUTO–SPADA, *Il tipo della società per azioni*, in COLOMBO–PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, 1*, Torino, 2004, 39; NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *BBTC*, 2003, 552. In effetti, la disposizione potrebbe risultare, almeno in apparenza, priva di novità sostanziali, dal momento che il principio in essa sancito era già comunemente riconosciuto in via interpretativa anche prima della riforma, sulla base del quadro normativo allora vigente. Fin dagli anni Sessanta, con il contributo pionieristico di MIGNOLI, *Le assemblee*, cit. 99 ss., si è consolidato l’orientamento volto a qualificare le categorie speciali di azioni come fattispecie atipiche. Tale impostazione è rimasta costante nella dottrina successiva, sia nei lavori monografici che nei manuali più diffusi: cfr. per ulteriori riferimenti, G.F. CAMPOBASSO, *Diritto delle società*, in CAMPOBASSO (a cura di), *Diritto commerciale. 2*, Milano, 2020, 205; TOMBARI, sub art. 2348 c.c., cit., 522.

⁵² Si pensi, ad esempio, all’eliminazione dell’obbligo di bilanciare e limitazioni al diritto di voto mediante privilegi di natura patrimoniale – obbligo che sopravvive, come principio generale, soltanto con riguardo alle azioni di risparmio, disciplinate dagli artt. 145 ss. TUF – ovvero alla possibilità, oggi ammessa (almeno per la metà delle azioni in cui è suddiviso il capitale sociale), che il diritto di voto non sia più elemento essenziale ai fini della partecipazione azionaria.

espressamente previste dal legislatore⁵³. La disposizione in parola, invece, ha espressamente ampliato il contenuto “potenziale” della partecipazione azionaria a tutto ciò che non possa dirsi in contrasto con «*limiti imposti dalla legge*».

Come pure noto, la ragione di tale innovazione è stata collegata – tenendo conto della varietà degli interessi espressi dagli investitori sul mercato e, di conseguenza, della complessità della *domanda di investimento* – alla finalità di diversificazione dell’offerta di strumenti finanziari di raccolta di capitale. Per rispondere a tale esigenza, e in coerenza con il principio di libertà dell’iniziativa economica privata sancito dall’articolo 41 della Costituzione – secondo cui ogni operazione coerente con il programma organizzativo d’impresa e non contrastante con l’utilità sociale dovrebbe essere consentita – il legislatore moderno ha preso in considerazione le descritte astratte esigenze delle società per azioni attraverso una serie di norme intese a consentirle una più autonoma articolazione della propria struttura finanziaria⁵⁴.

Si è così evidenziato che la legge – pur non rinunciando a prefigurare alcune fattispecie determinate, allo scopo di fissarne i termini generali e l’ammissibilità, nonché di dettarne la disciplina di massima – nell’evitare di stabilire un catalogo chiuso di tipologie di azioni

⁵³ Va osservato che, al di là delle frequenti dichiarazioni di principio sull’atipicità delle categorie speciali di azioni, una parte rilevante della dottrina antecedente alla riforma del 2003 tendeva nei fatti – in modo più o meno esplicito – a trattarle come un sistema chiuso, di fatto definito dal legislatore. Emblematica, in questo senso, è la posizione di BIONE, *op. ult. cit.*, 51, che – pur premettendo un riconoscimento formale della libertà statutaria nella configurazione delle categorie azionarie – afferma che tale libertà sembra di fatto circoscritta alle figure nominate delle azioni privilegiate, a voto limitato e di risparmio. In senso critico rispetto a tale lettura – prevalente anche nei primi commenti alle nuove norme in tema di s.r.l. – si veda NOTARI, *Diritti «particolari» dei soci e categorie «speciali» di partecipazioni*, in *AGE*, 2003, 325 ss.

⁵⁴ In questa prospettiva, si possono ben comprendere le aperture alla libera conformazione del contenuto delle partecipazioni azionarie operate con la riforma del diritto societario del 2003, in attuazione dell’articolo 4, co. 6, lett. c), della l. 3 ottobre 2001, n. 366: artt. 2348, 2350, 2351, 2355–bis, 2346, co. 6 e 2411 c.c. Per i primi tentativi di sistemazione della materia v., tra gli altri, ABRIANI, *Delle azioni*, cit., 209 ss.; CIAN, *Strumenti*, cit., 137 ss.; COSTI, *Strumenti*, cit., 729 ss.; ENRIQUES, *Spunti in tema di strumenti finanziari partecipativi ibridi e di azioni correlate e riscattabili (con un caveat sulle trasformazioni elusive da s.r.l. a s.p.a.)*, in DE TILLA–ALPA–PATTI (a cura di), *Nuovo diritto societario*, Roma, 2003, 107 ss.; ID., *Quartum*, cit., 166 ss.; FERRI jr., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in MONTAGNANI (a cura di), *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Milano, 2004, 67 ss.; GIANNELLI, *Sulla competenza a deliberare l’emissione di strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, 163 ss.; MIGNONE, *Nuovi istituti per il finanziamento societario e associazione in partecipazione*, in *Riv. soc.*, 2006, 1030 ss.; MIOLA, *I conferimenti*, cit., 248 ss.; ID., *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 442 ss.; NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini*, cit. 542 ss.; ID., *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statuari*, Milano, 2004, 46 ss.; PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, 1268 ss.; SPOLIDORO, *Conferimenti e strumenti*, cit., 205 ss.; TOMBARI, *La nuova struttura*, cit., 1082 ss.; ID., *Strumenti finanziari “partecipativi” (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, 143 ss.

e consentire così ai soci, nel momento *genetico* della costituzione della società, di conformare liberamente ogni categoria – ha concesso all'autonomia statutaria la più ampia libertà di creazione di categorie speciali. Si potrebbe dunque immaginare la contemporanea presenza di azionisti che, pur godendo dei medesimi diritti patrimoniali e avendo investito lo stesso capitale, si trovino in situazioni molto diverse in termini di potere di incidenza nella vita societaria.

In tale prospettiva, si è prospettata la possibilità – sulla base di quanto previsto dall'articolo 2348, comma 2, c.c. – di istituire una categoria di azioni alla quale sia attribuito il diritto di “indicare” un determinato numero di componenti del consiglio di amministrazione e/o del consiglio di sorveglianza.

Occorre dunque interrogarsi se le clausole sulla scelta di amministratori fra i titolari di categorie possano assumere, in concreto, configurazioni tali da risultare incompatibili con i principi organizzativi propri delle società per azioni. In particolare, viene in rilievo la coerenza con i tratti essenziali dell'ufficio gestorio quali delineati dal tipo legale.

2. *L'azionariato dei dipendenti nel diritto societario: il modello dell'art. 2349 c.c.*

Coerentemente con la suddetta evoluzione della struttura di investimento e con la possibilità di creare rapporti partecipativi ibridi, è opportuno fare brevemente riferimento alla possibilità prevista dal primo comma dell'articolo 2349, che prevedendo una *etero-destinazione* degli utili – eccezione ad uno dei tratti caratteristici delle società capitalistiche – consente alla maggioranza dei soci di assegnare ai dipendenti della società una quota degli utili stessi.

Il tema – quello dell'azionariato dei dipendenti – è stato ampiamente esaminato dalla dottrina⁵⁵, essendo considerato un «*modello di cogestione finalizzato a coinvolgere i lavoratori all'andamento della società*» e che «*trova le proprie radici nel quadro del*

⁵⁵ Si vedano, ad es., VITALI, *Azioni ordinarie e azioni speciali*, in DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, II, *Società per azioni*, Torino, 2022, 510 ss. (ed *ivi* ulteriori riferimenti); SALAFIA, *Azioni offerte ai dipendenti della società*, in *Soc.*, 2012, 1048 ss.; ACERBI, *Osservazioni sulle stock options e sull'azionariato dei dipendenti*, in *Riv. Soc.*, 1998, 1193 ss.

corporativismo⁵⁶ e (...) successivamente ribadito dalla Costituzione (artt. 46 e 47, comma 2, Cost.)»⁵⁷.

Pur non essendo questa la sede per approfondire tutte le questioni connesse a un tema così vasto, si permettano alcune considerazioni.

Al di là del riferimento lessicale iniziale all'«assegnazione di utili», la struttura della fattispecie delineata dall'art. 2349, comma 1, c.c. appare univoca nel senso che gli utili non vengono direttamente attribuiti ai dipendenti quali destinatari di una distribuzione, bensì sono destinati a finanziare un aumento gratuito del capitale sociale a loro favore. La norma, pertanto, non configura un'ipotesi di erogazione di utili in senso proprio, ma prevede la deliberazione di un aumento nominale del capitale mediante l'emissione di azioni di nuova creazione, assegnate gratuitamente ai dipendenti della società e delle società controllate, con imputazione a capitale – in misura corrispondente al valore nominale delle azioni emesse – di utili precedentemente non distribuiti⁵⁸.

L'attribuzione della qualifica di socio al dipendente svolge anzitutto una funzione incentivante, finalizzata a favorire *sia* un incremento della produttività *sia* un miglioramento complessivo delle relazioni tra i lavoratori e la società. Anche una partecipazione al capitale di entità contenuta, se associata al riconoscimento di diritti sia amministrativi sia patrimoniali, può rafforzare il coinvolgimento del lavoratore nella vita dell'impresa e consolidarne il senso di appartenenza all'organizzazione societaria⁵⁹.

⁵⁶ Già nella Relazione al codice civile del 42 (n. 957) – reperibile al seguente [link](https://www.consiglionazionaleforense.it/collana-studi-storici-e-giuridici/-/asset_publisher/8DRwCIeuASnD/content/relazione-del-ministro-guardasigilli-grandi-al-codice-civile-del-1942) https://www.consiglionazionaleforense.it/collana-studi-storici-e-giuridici/-/asset_publisher/8DRwCIeuASnD/content/relazione-del-ministro-guardasigilli-grandi-al-codice-civile-del-1942 – si sottolineava che la «disposizione può costituire la base per un'auspicata forma di partecipazione alla società da parte di coloro che contribuiscono alla fortuna di essa con il prezioso apporto del proprio lavoro», nonché «una provvida ed educatrice forma di risparmio». . Pur trascurando l'enfasi tipica dello stile dell'epoca, le finalità dell'assegnazione di azioni gratuite ai dipendenti delineate dalla Relazione ministeriale risultano ancora oggi largamente pertinenti.

⁵⁷ La citazione è di VITALI, *op. cit.*, 594.

⁵⁸ L'articolo si colloca in un quadro ampio ed eterogeneo di ipotesi accomunate dal riconoscimento di una forma di partecipazione a favore di coloro che prestano attività lavorativa nelle società, quali: l'aumento di capitale con offerta delle nuove azioni ai dipendenti (art. 2441, co. 8); l'assegnazione di azioni non proporzionale ai conferimenti a favore di soci obbligatisi a fornire prestazioni d'opera o di servizi (art. 2346, co. 4); le azioni con prestazioni accessorie (art. 2345); e l'assegnazione di strumenti finanziari partecipativi a fronte di apporti di lavoro o servizi (art. 2346, co. 6).

⁵⁹ ZANARDO, *I piani di stock option dall'esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione nell'ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 740 ss. L'istituto *in esame* si raccorda agli artt. 46 e 47 Cost. (AUTUORI, sub *art. 2349 c.c.*, in NOTARI (a cura di), *Azioni*, in MARCHETTI-BIANCHI, GHEZZI-NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, 180 s.; ma, in senso critico, STAGNO D'ALCONTRES, sub *art. 2349 c.c.*, in *Società di capitali*, in NICCOLINI-STAGNO D'ALCONTRES, (a cura di), *Commentario*, I, Napoli, 2004, 285). Il primo articolo riconosce il diritto dei lavoratori a partecipare alla gestione delle imprese, diritto che può trovare attuazione anche attraverso il contenuto partecipativo delle

Coinvolgimento che favorisce un maggiore allineamento tra gli interessi dei dipendenti e gli obiettivi strategici della società, incidendo positivamente sul livello di condivisione delle decisioni imprenditoriali. In questa prospettiva, la partecipazione azionaria dei lavoratori si traduce generalmente in una riduzione della conflittualità interna e in una maggiore disponibilità dei lavoratori a sostenere le politiche aziendali orientate alla crescita e alla massimizzazione dei risultati economici dell'impresa.

Nonostante ciò, la norma è rimasta sostanzialmente priva di applicazione concreta (almeno fino alla fine degli anni Novanta), al punto che non si registravano esperienze pratiche di rilievo riconducibili alla sua attuazione.

Le ragioni di tale limitato utilizzo possono essere ricondotte essenzialmente a due ordini di fattori.

In primo luogo, sin dalla sua introduzione, il dato letterale della norma si è presentato come particolarmente oscuro e di non agevole interpretazione. La dottrina che ha cercato di ricostruirne la portata precettiva ha infatti evidenziato notevoli incertezze circa il contenuto effettivo della norma, soprattutto in relazione al riferimento all'emissione di azioni a favore dei dipendenti mediante «*speciali categorie di azioni*» caratterizzate da «*norme particolari riguardo alla forma, al modo di trasferimento ed ai diritti spettanti agli azionisti*»⁶⁰. In particolare, nel periodo antecedente alla riforma, ci si è interrogati se l'ordinamento riconoscesse un effettivo margine di autonomia per la creazione di categorie di azioni speciali ulteriori rispetto a quelle già ammesse in via generale⁶¹.

All'indomani della riforma – pur in assenza di interventi modificativi, anche indiretti, sulla disposizione in esame – il nuovo quadro normativo sembra rendere ancora più urgente la definizione di un ambito di applicazione concreto per l'art. 2349 c.c.⁶².

azioni speciali destinate ai dipendenti, preordinato a favorire il loro coinvolgimento nel governo societario. Il secondo articolo promuove l'azionariato diffuso nelle grandi imprese, poiché l'assegnazione gratuita di azioni genera una sorta di risparmio forzato a beneficio dei lavoratori.

⁶⁰ Tale formulazione, rimasta invariata rispetto al testo previgente, ha fin da subito suscitato un dibattito complesso sull'estensione dell'autonomia privata nella configurazione delle azioni destinate ai dipendenti. Cfr., tra gli altri, ANGELICI, *Della società per azioni. Le azioni. Artt. 2346–2356*, in SCHLESINGER (diretto da), *Il Codice Civile. Commentario*, Milano, 1992, 94 ss.; BIONE, *Le azioni*, cit., 89 ss.; MIGNOLI, *Le assemblee*, cit., 130 s.

⁶¹ Alcuni autori erano giunti persino a negare l'esistenza di tale autonomia; anche chi, in linea di principio, ne riconosceva la possibilità si è tuttavia confrontato costantemente con norme e, soprattutto, principi inderogabili del diritto societario, che hanno reso complessa l'elaborazione di soluzioni effettivamente innovative. Sul punto, cfr. BIONE, *Le azioni*, cit., 88; ANGELICI, *Della società per azioni*, cit., 94; e ACERBI, *Osservazioni*, cit., 1217; AUTUORI, *sub art. 2349 c.c.*, cit., 187.

⁶² Come già osservato, il legislatore della riforma ha, *da un lato*, ampliato in modo significativo il novero delle categorie di azioni speciali, prevedendo strumenti partecipativi dotati di diritti amministrativi e

L'affermazione del principio di atipicità delle categorie azionarie, infatti, ha reso ancor più attuale la questione di quale residuo ambito operativo possa essere attribuito alla speciale disciplina prevista dall'art. 2349 c.c.

In altri termini, se si ammette che l'autonomia privata può dar luogo a categorie di azioni con contenuti liberamente determinati, nei soli limiti imposti dalle norme imperative, la disposizione in esame rischia di apparire priva di una funzione precettiva autonoma⁶³.

La questione – di soluzione tutt'altro che agevole, giacché coinvolge al vertice quella relativa alla definizione del contenuto minimo e indefettibile della partecipazione azionaria – esula dal presente ambito di indagine, essendo meritevole di un approfondimento specifico per ciascun profilo di peculiarità richiamato dalla norma.

Si può tuttavia osservare che su un punto pare essersi consolidata una certa convergenza dottrinale. L'attribuzione di «*norme particolari*» non costituisce un requisito necessario per l'assegnazione delle azioni ai dipendenti. Di conseguenza, qualora l'assemblea non faccia ricorso alla facoltà prevista dall'art. 2349 c.c., le azioni assegnate non si differenziano dalle ordinarie e la sola destinazione ai lavoratori non è sufficiente a conferire loro natura speciale⁶⁴. La legge, tuttavia, consente di attribuire alle azioni diritti diversi, sia di natura amministrativa sia patrimoniale, rispetto a quelli spettanti alle azioni ordinarie, configurando così una categoria effettivamente speciale⁶⁵.

patrimoniali differenziati rispetto a quelli delle azioni ordinarie, al fine di rispondere alle esigenze della prassi, che richiedeva maggiore flessibilità nella strutturazione delle partecipazioni societarie. *Dall'altro lato*, la riforma ha espressamente consacrato il principio dell'atipicità delle categorie azionarie – già immanente al sistema, ma solo in parte valorizzato dalla giurisprudenza – riconoscendo all'autonomia privata la libertà di determinare il contenuto delle azioni appartenenti alle diverse categorie, nei limiti stabiliti dalla legge (art. 2348, comma 2).

⁶³ Considerato che le azioni speciali presentano già un contenuto distinto rispetto al modello dell'azione ordinaria, il richiamo a «*norme particolari*» sembra indicare l'intento del legislatore di riconoscere un margine di autonomia più ampio rispetto a quello normalmente previsto per la creazione di categorie speciali, analogamente a quanto avviene per la nomina delle cariche sociali ai sensi dell'art. 2368, co. 1, dove le norme particolari consentono deroghe ai consueti meccanismi di determinazione dei *quorum* capitalistici. Se tale lettura è corretta, tuttavia, essa non può portare direttamente a interpretare tale autonomia come una facoltà di derogare in maniera generalizzata e illimitata ai limiti imposti dalla legge, semplicemente per il fatto che le azioni siano emesse ai sensi dell'art. 2349 c.c.

⁶⁴ Le azioni assegnate ai dipendenti, dunque, possono – ma non devono – essere di speciale categoria, ben potendo essere, ciò che peraltro avviene nella pressoché totalità dei casi, azioni ordinarie: *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in ABRIANI–AMBROSINI–CAGNASSO–MONTALENTI, *Le società per azioni*, I, in COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, IV, Padova, 2010, 332; ANGELICI, *Della società per azioni*, cit., 94; BIONE, *Le azioni*, cit., 89; COTTINO, *Diritto societario*, Padova, 2011, 300 s.; AUTUORI, sub *art. 2349 c.c.*, cit., 186; ma, in senso contrario, LIBERTINI–MIRONE–SANFILIPPO, sub *art. 2349 c.c.*, in D'ALESSANDRO (diretto da), *Commentario Romano al Nuovo diritto delle società*, Artt. 2325–2379–ter, Padova, 2010, 254.

⁶⁵ BIONE, *Le azioni*, cit., 89; STAGNO D'ALCONTRES, sub *art. 2349 c.c.*, cit., 290.

In secondo luogo, l'adozione diffusa e sistematica dell'articolo 2349 è stata ostacolata dal limitato interesse delle parti coinvolte. Sul versante datoriale, tale disaffezione è stata favorita dalla prevalente struttura proprietaria "familiare" delle imprese italiane e dalla consuetudine di ricorrere al sistema bancario per il finanziamento delle attività. Sul versante dei lavoratori, invece, ha giocato un ruolo determinante l'orientamento predominante delle relazioni industriali, incentrato sulla contrattazione collettiva e sulle rivendicazioni salariali.

Di conseguenza, gli attori sociali – imprese, lavoratori e sindacati – che avrebbero potuto trarre vantaggio dall'impiego dell'art. 2349 c.c. (nonché dell'art. 2441, ultimo comma) hanno mostrato scarso entusiasmo e, talvolta, un atteggiamento di diffidenza rispetto alle finalità che avrebbero potuto giustificare un utilizzo più esteso della disposizione⁶⁶.

A partire dagli anni Novanta, tuttavia, si è osservato un elemento in grado di invertire la tendenza precedente. La crescente pressione competitiva a livello globale (cfr. anche *supra*, in questo Capitolo, Sezione Prima) ha spinto le imprese a ricercare strumenti di maggiore flessibilità e diversificazione nei processi produttivi, compresi gli aspetti di natura retributiva.

In questo contesto, un ruolo determinante nell'incentivare una più diffusa assegnazione di azioni ai dipendenti è stato svolto dal regime fiscale di favore, che ha stimolato un rinnovato interesse da parte dei lavoratori verso forme di incentivazione innovative⁶⁷.

Da ultimo, la crescente attenzione alla più ampia tutela degli interessi degli *stakeholders*⁶⁸ (inclusi i dipendenti) unitamente all'adozione dei principi della cosiddetta

⁶⁶ In definitiva, l'obiettivo originario del legislatore del 1942, volto a favorire l'azionariato operaio come strumento di contenimento delle tensioni sociali e della conflittualità dell'epoca, non ha trovato un concreto riscontro né presso le imprese né tra i lavoratori, rimanendo sostanzialmente inattuato. In proposito, VITALI, *op. cit.*, 594 ha osservato come «*l'effettiva portata*» delle relative norme sia risultata «*inferiore a quanto inizialmente previsto*».

⁶⁷ Tali circostanze hanno almeno parzialmente messo in discussione il ruolo predominante della contrattazione collettiva, spingendo le parti a esplorare nuovi strumenti di retribuzione. Tra questi, l'assegnazione di azioni – gratuite o a pagamento – ai dipendenti è apparsa in grado di favorire un più efficace coordinamento degli interessi: Autuori, *sub art. 2349 c.c.*, cit., 181.

⁶⁸ Tale prospettiva si corrobora, secondo la visione per cui il fondamento del dovere di istituire assetti adeguati vada ricercato piuttosto che nel rapporto di *agency* tra amministratori e soci «*nell'efficiente esecuzione da parte dei gestori dell'incarico di conseguimento di un lucro, (...) nella protezione dell'affidamento del mercato nell'organizzazione d'impresa, affinché questa non assuma rischi superiori a quelli giustificati dall'attività svolta*», ossia nel valore della sostenibilità «*nell'ottica della tutela dei terzi investitori, dei finanziatori esterni, dei creditori e di tutti coloro cui viene richiesto di dare fiducia all'organizzazione e presso i quali questa intende approvvigionarsi, ottenendo risorsa produttive*»: GINEVRA–PRESCIANI, GINEVRA–PRESCIANI, *Il dovere di istituire assetti adeguati ex art. 2086 c.c.*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2019, 1213 e 1226.

“*Corporate Social Responsibility*”, ha egli ultimi anni rilanciato l’interesse di dottrina e prassi verso gli strumenti volti a promuovere la partecipazione dei lavoratori all’impresa.

Alla luce del quadro delineato, il tema del coinvolgimento dei lavoratori è stato riportato al centro del dibattito scientifico e istituzionale, in seguito alla pubblicazione della legge 15 maggio 2025, n. 76, recante «*Disposizioni per la partecipazione dei lavoratori alla gestione, al capitale e agli utili delle imprese*», in ragione delle significative innovazioni introdotte dal legislatore⁶⁹.

3.– *Categorie di azioni, patti parasociali e «diritti individuali convenzionali»: alcuni spunti di riflessione*

Una tale *liberalizzazione*, appena richiamata, ha appunto condotto alcuni a sostenere che le categorie possono fungere da strumenti per attuare in modo più stabile gli accordi comunemente contenuti in patti parasociali⁷⁰.

Quando si sceglie di adottare una soluzione statutaria anziché (o in aggiunta a) una parasociale, dunque, è comune che i diritti spettanti a un contraente del patto parasociale vengono attribuiti al medesimo contraente, attraverso la loro assegnazione a un’intera categoria di azioni. In tal caso, il contraente acquisisce *di riflesso* – in qualità di titolare delle azioni – gli speciali diritti in questione⁷¹.

⁶⁹ Il provvedimento costituisce un punto di svolta nel diritto del lavoro italiano, traducendo concretamente in pratica l’articolo 46 della Costituzione e riconoscendo ai lavoratori il diritto a collaborare alla gestione delle aziende. Tra le principali novità si segnalano la possibilità di rappresentanza dei lavoratori negli organi societari, regimi fiscali agevolati e temporanei per gli utili e i dividendi derivanti da azioni attribuite in sostituzione di premi di risultato, nonché l’istituzione di commissioni paritetiche e di nuove figure aziendali dedicate a formazione, welfare e inclusione. L’adesione a tali misure resta volontaria, consentendo alle imprese di valutare l’adozione delle nuove forme di partecipazione in funzione delle proprie esigenze organizzative e della contrattazione collettiva.

⁷⁰ V. NOTARI, *Le categorie*, cit., 611: «È proprio la nuova disciplina dei patti parasociali che funge da energico propulsore di questa ‘migrazione’ dal parasociale al sociale: è di immediata evidenza, infatti, che in tutti i casi in cui sussiste – in fatto e in diritto – l’alternativa tra il patto parasociale e la clausola statutaria, quest’ultima beneficia della possibilità di essere pattuita per l’intera durata della società, mentre il patto parasociale è ora soggetto al termine massimo quinquennale imposto in via inderogabile dal nuovo articolo 2341-bis, 1 comma, c.c.». ID., *Le società e il nuovo diritto societario al termine del periodo transitorio*, in *Società*, 2005, I, 8; ID., *Azioni e strumenti finanziari: confini*, cit. 542 ss.; ABU AWWAD, *Abuso delle categorie di azioni e patti parasociali nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2016, 1072 ss. rileva che «la creazione di categorie può costituire (...) non già il tradizionale meccanismo oggettivo e collettivo di raccolta del capitale di rischio, ma una soluzione diretta alla creazione di diritti particolari, consentendo ai soci il mantenimento della posizione societaria e potendo risultare equivalente alla stipula di un patto sul piano della funzione».

⁷¹ E una tale constatazione, sebbene ovvia, aiuta a comprendere l’eccezionale incremento nell’uso delle categorie speciali di azioni riscontrabile nella prassi societaria. È evidente che, in tutte le situazioni in cui esiste (di fatto e di diritto) un’alternativa tra il patto parasociale e la clausola statutaria, quest’ultima

L'articolo 2348 c.c. presuppone l'esistenza di categorie composte da una pluralità di azioni dotate degli stessi diritti, alcuni dei quali – o, al limite, anche uno soltanto – differenti rispetto alle altre azioni. L'*uguaglianza* dei diritti tra le azioni della medesima categoria, pertanto, costituisce un elemento essenziale della fattispecie e consente di escludere la possibilità di attribuire un contenuto differenziato a una singola azione isolatamente considerata.

In altri termini, se la diversità dei diritti connota la categoria speciale rispetto alle ordinarie o ad altre categorie particolari, all'interno della medesima categoria continua a operare il principio di *uguaglianza*, che impone la perfetta identità del contenuto dei diritti spettanti a tutte le azioni che la compongono.

Tale osservazione riceve oggi un'esplicita conferma legislativa, là dove, accanto alla regola generale, già contenuta nel previgente primo comma dell'art. 2348 c.c. – secondo cui le azioni attribuiscono ai loro titolari diritti uguali – il legislatore ha introdotto, al terzo comma dello stesso articolo, una precisazione ulteriore, disponendo che «*tutte le azioni appartenenti ad una medesima categoria conferiscono uguali diritti*».

Sebbene questa integrazione normativa sia stata inizialmente considerata ridondante o giustificata dall'esigenza di evitare il riemergere della «*prassi statutaria di creare azioni dotate di diritti diversi nell'ambito di categorie omogenee*»⁷², essa appare in realtà significativa sotto il profilo sistematico. Infatti, il principio di omogeneità interna alla categoria *ex art. 2348*, comma 3, c.c. – consentendo di chiarire in termini più netti la nozione di «*categoria*» azionaria – si pone come argomento decisivo *non soltanto* per

beneficia della possibilità di essere pattuita per l'intera durata della società, mentre il patto parasociale è ora soggetto al termine massimo quinquennale imposto in via inderogabile dall'art. 2341-bis, co. 1, c.c.

⁷² STAGNO D'ALCONTRES, sub *art. 2348 c.c.*, in *Società di capitali*, in NICCOLINI-STAGNO D'ALCONTRES, (a cura di), *Commentario*, I, Napoli, 2004, 276, da cui è tratto il virgolettato nel testo. Sul punto NOTARI, *Le categorie*, cit., 597, nt 10 osserva come una simile scelta statutaria non darebbe luogo a un'incompatibilità con l'ordinamento, bensì a una discutibile qualificazione di una pluralità di categorie speciali di azioni – alcune accomunate da diritti identici, ma differenti rispetto a quelli delle azioni ordinarie, altre contraddistinte da diritti ulteriormente distinti anche rispetto a tali sottoinsiemi. In questa prospettiva, più che di una previsione statutaria illegittima, si tratterebbe dunque di un'inesatta qualificazione di una legittima articolazione delle categorie azionarie.

negare la possibilità che una singola azione dia luogo, di per sé, a una categoria autonoma⁷³, *ma altresì* per escludere l'ammissibilità di «azioni speciali singole»⁷⁴.

Su un piano più ampio, poi, l'atipicità che connota le categorie speciali di azioni è destinata a confrontarsi con la tipicità che caratterizza il fenomeno societario e, in particolare, con la disciplina propria della società per azioni⁷⁵.

Poiché infatti il contenuto delle partecipazioni azionarie riflette, in ultima istanza, quello del contratto sociale, giova rammentare che la definizione generale di società contenuta nell'art. 2247 c.c. (sebbene non appaia più *pienamente* idonea a coglierne l'attuale fisionomia, tuttavia) continua a richiamare l'esigenza di una causa tipica, che segna il tratto distintivo del fenomeno societario rispetto ad altri schemi negoziali. La coerenza con la causa tipica deve, pertanto, potersi riscontrare anche a livello delle singole partecipazioni sociali, le quali possono propriamente qualificarsi come tali solo ove il loro contenuto risulti, quantomeno in linea generale, conforme alla struttura causale dell'ente collettivo.

Va altresì sottolineato che la libertà di determinazione del contenuto delle azioni speciali trova i propri limiti – oltre che in specifiche disposizioni di divieto [si pensi al limite della metà del capitale sociale per le azioni *speciali* nel diritto di voto (art. 2351, comma 2, c.c.)] – anche nei tratti inderogabili che conformano il tipo societario (: ciò che riflette l'impostazione più rigida che l'ordinamento riserva alla struttura organizzativa della società per azioni). Ne consegue, a mio avviso, che l'impiego delle categorie speciali di azioni quale strumento volto a trasporre nello statuto alcune diffuse clausole parasociali incidenti sull'assetto di *governance* societaria si scontra con un limite di ordine strutturale: il sistema societario, che non consente l'attribuzione di diritti sociali

⁷³ Una prima affermazione del principio si rinviene in alcune autorevoli voci dottrinali (MIGNOLI, *Le assemblee*, cit., 72; COSTA, *Le assemblee*, cit., 523, nt. 83), benché tale impostazione sia stata successivamente oggetto di ampie riletture critiche. In questa direzione si collocano, tra gli altri, i contributi di SPADA, *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, 113 ss.; ANGELICI, *Della società per azioni. Le azioni. Artt. 2346–2356*, in SCHLESINGER (diretto da), *Il Codice Civile. Commentario*, Milano, 1992, 66; BIONE, *op. ult. cit.*, 45. Un tempo prospettata in dottrina (MIGNOLI, *Le assemblee*, cit., 72; COSTA, *Le assemblee*, cit., 523, nt. 83), ma già da tempo oggetto di ampio ripensamento (SPADA, *Dalla nozione*, cit., 113 ss.; ANGELICI, *Della società per azioni*, cit., 40). Sul punto, v. anche *supra*, paragrafo 3.

⁷⁴ Chiaramente sul punto, dopo la riforma, STAGNO D'ALCONTRES, sub *art. 2348 c.c.*, cit., 276, ove afferma che «è possibile che siano attribuiti ad azionisti diritti diversi, ma che detta attribuzione, ove sia operata, non può che essere articolata per categorie».

⁷⁵ In tal senso si è espresso anche, nell'ambito delle riflessioni successive alla riforma del diritto societario, G.F. CAMPOBASSO, *La riforma*, cit., spec. 8 ss. e 51 ss.

differenziati – e dunque convenzionali e statutari per definizione – *né* in favore di singole azioni *né, tantomeno*, in capo a specifici soci identificati individualmente⁷⁶.

In tale prospettiva, appare condivisibile l'orientamento – oggi largamente maggioritaria – secondo cui, salvo i casi eccezionali espressamente contemplati dalla legge, l'atto costitutivo o lo statuto *non* possano spingersi fino ad assegnare *diritti diversi* non solo a singole azioni, ma *a fortiori* nemmeno a singoli azionisti, innovando rispetto al dogma della spersonalizzazione e, in sostanza, mutuando lo schema previsto dall'art. 2468, co. 3, c.c. per la società responsabilità limitata ogni qual volta si intenda modificare il contenuto tipico della partecipazione sociale. La società per azioni, seguendo il tradizionale e consolidato insegnamento che vede in ciò uno dei connotati tipologici della società azionaria, conosce e si rapporta con le azioni, non con gli azionisti (non a caso, era chiamata in passato società *anonima*)⁷⁷.

Ed è proprio sotto quest'ultimo profilo che si mette a fuoco la diversità tra società per azioni e società a responsabilità limitata e tra azione e quota di partecipazione. La disuguaglianza, permessa dall'art. 2348, non può che delinearsi sul piano oggettivo, della partecipazione appunto, mai soggettivo, del socio; per quanto vi restino estranei gli interessi dei terzi e del mercato e non si profili un problema di protezione dei creditori, l'autonomia statutaria non può spingersi, nella s.p.a., sino all'attribuzione di posizioni giuridiche “diverse” al singolo socio, giacché una simile conformazione partecipativa

⁷⁶ L'art. 2350, comma 1, conferma e precisa, sul piano oggettivo, quanto stabilito in via generale dall'art. 2348, secondo cui le azioni devono attribuire ai rispettivi titolari pari diritti, pur consentendo la possibilità di creare categorie di azioni con diritti differenti. Sul piano generale, la differenziazione dei diritti si realizza mediante le azioni stesse, mentre la differenziazione tra azionisti è riferita ai diritti specifici incorporati nelle azioni possedute. In ciò risiede anche la funzione dell'azione quale unità di misura della partecipazione sociale. Il principio fondamentale è, quindi, la parità dei diritti incorporati nell'unità azionaria (art. 2348): vi è una parità dei diritti conferiti tramite le azioni e, di conseguenza, una parità tra gli azionisti rispetto ai diritti incorporati. Parafrasando MIGNOLI, *La nozione di categoria e le categorie di azioni ai sensi degli artt. 2348 e 2376 cod. civ.*, in *Riv. dir. comm.*, 1953, I, p. 434 ss., il cui noto saggio iniziava con le seguenti parole: «*In principio sta l'uguaglianza degli azionisti*». Se è vero che la parità riguarda i diritti incorporati nell'azione, è altrettanto vero che questi diritti appartengono all'azionista: attraverso l'azione, quindi, la parità dei diritti si trasmette ai titolari. La duplice dimensione, soggettiva e oggettiva, della partecipazione azionaria emerge chiaramente anche dal linguaggio del legislatore, che parla di azioni «*fornite di diritti diversi*» (art. 2348, comma 2) e, al contempo, di azioni che conferiscono uguali diritti ai loro possessori (art. 2348, comma 1).

⁷⁷ L'autonomia statutaria, pertanto, non può derogare agli «*elementi causali minimi*» del contratto di società, che devono caratterizzare anche le singole partecipazioni sociali, consentendo di qualificarle come tali piuttosto che come titoli rappresentativi di un rapporto di diversa natura (così NOTARI, *Disposizioni generali. Conferimenti. Azioni*, in AA.VV., *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 2012, 145 ss.; ID., *Le categorie*, cit., 595 ss.; nonché, in senso analogo, STAGNO D'ALCONTRES, sub *art. 2348 c.c.*, cit., 282.

contraddirebbe l'impianto concettuale e la connotazione tipologica del modello a base azionaria⁷⁸.

Corretto è dunque l'inquadramento dell'istituto della specialità delle azioni nel concetto di categoria, il quale sottende la necessaria pluralità dei rapporti appartenenti alla classe⁷⁹. L'esperienza straniera, peraltro, mostra soluzioni più duttili, con la possibilità di creare anche categorie rappresentate da una sola partecipazione, e non c'è dubbio che le moderne tendenze interpretative, sollecitate dallo stesso legislatore, ad accostarsi al fenomeno e alla disciplina delle società di capitali in genere e anche di quelle per azioni in particolare con un'apertura maggiore di un tempo, nel declinare il rapporto corrente fra autonomia negoziale e rigidità del modello legale, potrebbero indurre a piegare nella direzione opposta⁸⁰.

Senonché proprio la discontinuità sempre più accentuata fra s.p.a. e s.r.l. suggerisce di valorizzare le specificità tipologiche dell'un modello rispetto all'altro (e sia pure in un contesto normativo che sembra per la verità non resistere alla tentazione di ibridazione dei tipi: basta pensare, da ultimo, alla disciplina delle s.r.l. startup), impedendo che la libertà statutaria possa spingersi fino a confonderli e a trasmutare l'uno nell'altro, e cercando dunque di recuperare e identificare tali specificità, riconoscendovi il valore di elementi caratterizzanti indeclinabili del tipo stesso.

Qualora si ritenga condivisibile tale principio, merita attenta riflessione la questione – tutt'altro che teorica – concernente la sorte di quelle clausole statutarie (non infrequenti nella prassi) che, in contrasto con l'inammissibilità dei cosiddetti *diritti individuali convenzionali*, attribuiscono prerogative particolari a uno o più soci specificamente individuati in quanto tali, e non in ragione del possesso di una determinata categoria di azioni.

⁷⁸ V. tuttavia le considerazioni svolte da Portale, Tra diritto dell'impresa e metamorfosi della s.p.a., in Riv. Dir., civ., 2014, 138 ss.

⁷⁹ Così, con varietà di argomenti, Spada, Dalla nozione al tipo della s.p.a., in Riv. dir. civ., 1985, I, 113; ANGELICI, Le azioni, in Comm. Schlesinger, Milano, 1992, 66; ID., La circolazione della partecipazione azionaria, in Tratt. Colombo-Portale, 2*, Torino, 1991, 103 s.; VISENTIN, Azioni di società, in Enc. Dir., IV, Milano, 1959, 990; NOTARI, sub art. 2348, in Comm. Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari, Azioni, a cura di Notari, Milano, 2008, 158; PICONE, Diritti diversi e categorie di azioni, in Riv. dir. comm. e obbligazioni, 2003, I, 787 ss.; GROSSO, Categorie di azioni ed assemblee speciali, Milano, 1999, 40 s.

⁸⁰ Nel senso della legittimità della creazione di categorie monoazionarie, in passato, Mignoli, Le assemblee, cit., 72, e Costa, Le assemblee speciali, in Tratt. Colombo-Portale, 3**, Torino, 1993, 523, nt. 83; più recentemente, v. Blandini, Categorie di quote, categorie di soci, Milano, 2009, 26.

È stato notato che una soluzione che conduca automaticamente alla nullità di tali clausole, per contrarietà alle norme inderogabili poste a presidio della tipicità del modello societario, appare poco convincente, soprattutto alla luce del principio di conservazione del contratto, che impone di privilegiare interpretazioni capaci di salvaguardare, nei limiti della legalità, la volontà espressa dalle parti. In questa prospettiva, potrebbe allora ipotizzarsi di qualificare simili disposizioni non come autentiche clausole statutarie in senso proprio, bensì come espressione di intese parasociali formalmente trasfuse nello statuto ma prive della forza normativa propria dell'atto costitutivo, e dunque riconducibili – per funzione e contenuto – alla logica dei patti parasociali da cui traggono origine⁸¹.

4.– Il concetto di categoria: «diritti diversi» e limiti legali

Sotto altro profilo, alla luce delle più recenti evoluzioni normative, pur potendosi ritenere acquisita la natura relazionale del concetto di categoria – nel senso che anche le azioni comunemente qualificate come *ordinarie*, se poste a confronto con una categoria speciale, assumono la fisionomia di una categoria distinta e, come tali, restano soggette alla disciplina dell'assemblea speciale prevista dall'art. 2376 c.c. in caso di modifiche pregiudizievoli⁸² – non pare doverosa di riconsiderazione l'opinione, ricorrente nella sistematizzazione concettuale della nozione di categoria azionaria, secondo cui, in presenza di una pluralità di categorie, almeno una debba essere identificata come composta da azioni ordinarie⁸³ (: sul punto, si rinvia a quanto più ampiamente trattato nel Capitolo 3).

⁸¹ Una simile impostazione comporterebbe ricadute significative dal punto di vista dell'efficacia poiché tali clausole avrebbero valore vincolante unicamente nei confronti dei soci che vi abbiano espressamente aderito, restando quindi prive di effetti obbligatori nei confronti sia degli eventuali acquirenti delle azioni, sia – verosimilmente – della stessa società. Sotto il profilo disciplina applicabile si porrebbe poi il problema dell'applicabilità della disciplina dettata dagli artt. 2341–*bis* e ss. c.c., qualora si ritenga che la mera inclusione formale di simili pattuizioni nel corpo dello statuto non sia sufficiente ad escluderne la qualificazione come patti parasociali, e dunque a sottrarle ai limiti, anche temporali, stabiliti da tale normativa, con particolare riferimento alla durata massima quinquennale: NOTARI, *Le categorie*, cit., 613. Sulla possibile rilevanza *parasociale* di clausole statutarie di prelazione, v. per tutti ANGELICI, *Della società per azioni*, cit., 366 ss. Per ulteriori considerazioni, in generale, sulle possibili clausole statutarie «con valore *extrasociale*», v. STELLA RICHTER jr., *Forma e contenuto dell'atto costitutivo della società per azioni*, in COLOMBO–PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, 1*, Torino, 2004, 273 ss.

⁸² Problema pacificamente risolto in tal senso dalla totalità della dottrina, dopo le pagine chiarificatrici di MIGNOLI, *Le assemblee*, cit., 87. Più di recente, si veda, per tutti ANGELICI, *Della società per azioni*, cit., 67, nt. 36 (ove ulteriori citazioni).

⁸³ ANGELICI, *Della società per azioni*, cit., 67, ove continua: «un'esigenza, questa, la quale può porre delicati problemi di qualificazione, ma che deriva dalla necessità indefettibile che almeno alcune delle partecipazioni azionarie presentino contenuti corrispondenti a quelli tipizzati dal legislatore e che quindi,

Tanto premesso, il concetto di *categoria* risulta inscindibilmente connesso all'attribuzione a un insieme di azioni di «*diritti diversi*», idonei a differenziarle rispetto alle altre che compongono il capitale sociale. In proposito, la dottrina si è a lungo interrogata in merito alla natura dei «*diritti diversi*» idonei a connotare una categoria di azioni ai sensi dell'art. 2348 c.c.

Secondo l'impostazione prevalente, la nozione deve essere intesa in termini ampi e non restrittivi, nel senso che qualunque posizione giuridica soggettiva che lo statuto possa attribuire alle azioni, e che risulti suscettibile di essere riconosciuta soltanto ad alcune di esse in modo differenziato rispetto alle altre, è astrattamente idonea a dar luogo a una categoria azionaria autonoma, purché compatibile con i limiti generali derivanti dalla *causa societatis*, dalla disciplina inderogabile del tipo, nonché dagli specifici divieti dettati dal legislatore⁸⁴.

In questa prospettiva, si è detto, la locuzione *diritti diversi* non deve essere circoscritta alla categoria dei *diritti soggettivi* in senso tecnico, bensì si estende a qualsiasi posizione giuridica soggettiva che si ricollegli alla partecipazione azionaria, purché attribuita in modo differenziato a una parte oggettivamente determinata delle azioni che compongono il capitale sociale⁸⁵.

per converso, solo parte di esse (...) esprima posizioni divergenti rispetto a tali contenuti». In senso contrario, NOTARI, *Le categorie*, cit., 599, il quale sottolinea come l'accresciuta possibilità di «varianti» rispetto al contenuto paradigmatico della partecipazione azionaria rende meno netta – e forse non più necessaria – la distinzione concettuale tra azioni ordinarie e azioni di categoria. Secondo l'A., non persuade la lettura che impone la permanenza, nel capitale sociale, di una quota di azioni recanti esclusivamente i diritti riconosciuti *ex lege* in quanto pur ammettendo che tale impostazione trovi giustificazione nell'esigenza di garantire un nucleo stabile di riferimenti tipici, funzionali alla circolazione dei titoli e alla formazione di un mercato efficiente, resta il fatto che le prerogative riconoscibili alle categorie speciali (per quanto differenziate) si muovono pur sempre entro i confini tracciati dal legislatore e non costituiscono eccezioni tali da imporre un contrappeso in forme «*ordinarie*». In altri termini, secondo l'Autore, l'individuazione di una categoria «*ordinaria*» è frutto di una scelta rimessa all'autonomia statutaria e dipende dal fatto (non necessario) che una di esse riproduca, senza varianti, la disciplina suppletiva e derogabile propria del tipo societario. Oltre tale evenienza, la qualificazione in termini di azioni «*ordinarie*» risponderebbe unicamente a esigenze di semplificazione descrittiva, potendo ben essere utilizzata – anche nello stesso statuto – per designare quella categoria che, pur non coincidente *in toto* con il modello legale, se ne discosti in misura minore rispetto alle altre, per ciò denominate «*speciali*».

⁸⁴ Anche l'esclusione di un diritto normalmente attribuito alle azioni – sebbene derogabile ed in concreto derogato solo per una parte delle azioni – è suscettibile di essere qualificato come «*diritto diverso*» che caratterizza una categoria speciale di azioni: cfr. NOTARI, *Le categorie*, cit., 600 ss. Rimane, per contro, esclusa la possibilità di configurare categorie tali da attribuire all'azionista titolare di diritti particolari prerogative amministrative ulteriori rispetto a quelle tipizzate dall'art. 2351 c.c.

⁸⁵ La predeterminazione statutaria delle azioni cui è attribuito un *diritto diverso* consente di distinguere tali prerogative dai cosiddetti *diritti di quota*. Questi ultimi, pur non spettando necessariamente a tutte le azioni, si caratterizzano per la loro potenziale riferibilità a qualsiasi titolo azionario, potendo essere esercitati in ogni fase della vita sociale da qualunque azione, a condizione che sia raggiunto il *quorum* richiesto sul capitale complessivo. Diversamente, la nozione di categoria implica che il diritto speciale sia

A sostegno di tale impostazione rileva, innanzitutto, la considerazione per cui alla nozione tradizionale di *diritto soggettivo* – e lo stesso vale per le altre figure di situazioni giuridiche soggettive – non è possibile ricorrere *nemmeno* nel contesto specifico della società intesa come fenomeno associativo. In tale ambito, infatti, i *diritti* dei soci assumono una dimensione peculiare, influenzata dal funzionamento dell'organizzazione sociale e dalle procedure che la caratterizzano, tanto da poter sostenere che ove vi è il diritto soggettivo in senso proprio, si è fuori dal *fenomeno associativo*⁸⁶.

Anche a prescindere dall'argomentazione che precede, peraltro, un esito analogo si impone laddove si consideri la funzione propria della nozione stessa di categoria azionaria, che si ricollega all'esigenza di attivare un meccanismo decisionale di tipo collegiale e maggioritario nei casi in cui talune prerogative comuni a un insieme di azioni possano risultare potenzialmente incise da una deliberazione dell'assemblea (cosiddetta) generale degli azionisti. Se questa è, in effetti, la *ratio* dell'istituto – e se, in particolare, esso è inteso a scongiurare che la società rimanga vincolata all'assenso di ciascun singolo azionista titolare di azioni recanti diritti differenziati – allora tale finalità dovrebbe coerentemente ravvisarsi ogni qual volta la complessiva posizione giuridica incorporata in una parte delle partecipazioni azionarie diverga dalle altre, tanto *in melius* quanto *in peius*, sia in senso qualitativo che *quantitativo*.

In questa prospettiva, devono ritenersi idonee a dar luogo a una distinta categoria azionaria non soltanto le situazioni soggettive comunemente qualificate come *diritti* nell'ambito della partecipazione sociale – ciascuna delle quali, in linea di principio, suscettibile di conformazione statutaria (si pensi, ad esempio, al diritto agli utili, al diritto al riparto del residuo attivo di liquidazione, al diritto di voto o al diritto di recesso) – ma

attribuito in via stabile a un gruppo determinato di azioni, previamente individuato nello statuto, e modificabile solo attraverso apposita deliberazione di modifica statutaria. Resta comunque possibile che il diritto speciale riconosciuto alla categoria presenti, nella sua struttura, un contenuto *di quota* – ossia condizionato al superamento di una soglia – ma esclusivamente con riferimento alle azioni della categoria stessa o secondo modalità differenziate rispetto a quelle previste per le azioni ordinarie. Un esempio è rappresentato dall'ipotesi di una categoria cui lo statuto attribuisca, in deroga all'art. 2367 c.c., il diritto di chiedere la convocazione dell'assemblea con un *quorum* ridotto (ad es. 2% anziché 10%).

⁸⁶ NOTARI, *Le categorie*, cit., 601; ANGELICI, *Della società per azioni*, cit., 56. Il rilievo era, del resto, già implicito nelle osservazioni di MIGNOLI, *Le assemblee*, cit., 183, laddove distingue tra il diritto «*individuale*» (ad esempio, il diritto agli utili, spettante in astratto a tutte le azioni), il diritto «*speciale*» (come il diritto a un utile privilegiato, spettante a una specifica categoria di azioni), e il diritto «*quesito*» (quale il diritto a un dividendo già deliberato dall'assemblea), attribuendo solo a quest'ultimo – ormai uscito dalla dimensione associativa – i connotati propri del diritto soggettivo di matrice civilistica. Più di recente, in relazione al diritto al dividendo quale diritto speciale, si vedano le osservazioni di GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, Milano, 2004, 99 ss.

anche ulteriori posizioni *giuridiche soggettive, di segno attivo o passivo*, che siano attribuibili alle azioni in quanto tali.

Naturalmente – e già lo si accennava – non ogni diversità disciplinare è idonea a determinare la creazione di una categoria di azioni: rilevano, piuttosto, soltanto differenziazioni qualificabili come volontarie, oggettive e attinenti al contenuto della partecipazione. Né tutte le differenze astrattamente riconducibili a tale tipologia possono legittimamente tradursi in una previsione statutaria. Come precisa il secondo comma dell'art. 2348 c.c., l'autonomia statutaria incontra infatti il limite del rispetto dei «*limiti imposti dalla legge*».

Si tratta, a ben vedere, di una clausola di carattere generale, per certi versi superflua, in quanto espressiva di un requisito immanente a ogni atto di autonomia privata, quale è la non contrarietà alla legge. Essa, tuttavia, non esaurisce il problema interpretativo, ma ne costituisce soltanto il punto di partenza, aprendo a un'indagine complessa, resa tale sia dalla molteplicità dei possibili contenuti delle azioni speciali, sia dalle difficoltà di ricostruire in modo sistematico le linee portanti dell'assetto normativo riformato. Sotto questo punto di vista, il problema si avverte soprattutto con riguardo ai diritti amministrativi allorquando ci si interroga sulla compatibilità della loro riarticolazione in via statutaria con i limiti legali, specie con quelli impliciti nel sistema stesso.

Dunque, alla luce delle considerazioni che precedono e ai fini dell'indagine qui condotta, se sembra non potersi revocare in dubbio *per un verso* che l'attribuzione, in sede parasociale, di prerogative speciali di voto a un contraente, ancorché limitate alla nomina degli amministratori, costituisca elemento idoneo a integrare una categoria speciale di azioni ai sensi degli artt. 2348 e 2376 c.c., e, *per altro verso*, che l'unica via per conferire validamente tali diritti al titolare consista nell'assegnarli a una categoria di azioni appositamente configurata.

In tale migrazione dal parasociale al sociale, però, l'autonomia negoziale se *da un lato* trova «*territori fertili e privi di significativi limiti*», *dall'altro* incontra anche «*alcuni ostacoli o addirittura zone proibite*»⁸⁷. A questo proposito occorre distinguere tra *limiti espressamente* previsti dal legislatore e *limiti implicitamente contenuti nel sistema del diritto azionario*, come riconosciuto dalla giurisprudenza teorica e pratica.

⁸⁷ Il virgolettato è di NOTARI, *Le categorie*, cit., 611.

Tra i limiti più rilevanti che l'autonomia statutaria incontra vanno certamente annoverati le restrizioni ai diritti amministrativi connessi alle azioni, nonché – più in generale – i diritti di incidere, direttamente o indirettamente sulla *governance* della società: *direttamente*, ciò discende dall'indisponibilità, da parte dell'all'autonomia negoziale, delle competenze gestorie proprie dell'organo amministrativo; *indirettamente*, poiché l'esigenza di attribuire a specifiche categorie azionarie il potere di nomina (di una parte) degli amministratori incontra il limite rappresentato dall'ineliminabile competenza assembleare della nomina del Consiglio di amministrazione, fatte salve le eccezioni previste dalla legge.

5.– *Il principio di competenza assembleare nella nomina degli organi sociali e le sue articolazioni*

Dal percorso sin qui tracciato emerge come la riforma del 2003 – pur avendo ampliato in misura significativa i margini di autonomia statutaria nella configurazione delle categorie azionarie – non abbia inciso sui limiti strutturali posti a presidio del modello societario per azioni. Tra questi, in primo luogo, si colloca l'inderogabilità, salvo i casi espressamente consentiti, delle competenze assembleari, nel senso *sia* di un relativo accrescimento (a scapito degli organi di amministrazione e controllo), *sia* di una compressione delle stesse⁸⁸.

Invero, è corrente l'evidenziazione che l'attribuzione di diritti di nomina degli amministratori debba rispettare le regole di funzionamento del tipo società per azioni e che le norme che assegnano all'assemblea la nomina degli amministratori siano intangibili, con conseguente nullità delle disposizioni statutarie che abbiano l'effetto di sottrarre o sostanzialmente comprimere tale competenza⁸⁹.

⁸⁸ BORDIGA, *Spunti in tema di autonomia statutaria nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2021, 788; MIRONE, *Il sistema tradizionale: l'assemblea*, in CIAN (a cura di) *Diritto commerciale*, III, *Diritto delle società*, Torino, 2017, 399; LIBERTINI–MIRONE–SANFILIPPO, sub *art. 2363 c.c.*, in IID., *L'assemblea di società per azioni. Artt. 2363–2379–ter*, Milano, 2016, 4; ABBADESSA, *La competenza assembleare in materia di gestione nella s.p.a.: dal codice alla riforma*, in AA.VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, Liber amicorum Antonio Piras, Torino, 2010, 13 ss.; SANFILIPPO, *Il controllo*, cit., 171; ABBADESSA–MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2012, 335 ss.

⁸⁹ BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. A dieci anni dalla riforma*, Torino, 2013, 12; SANFILIPPO–ARCIDIACONO, sub *art. 2383 c.c.*, in ABBADESSA–PORTALE (a cura di), *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, I, Milano, 2016, 1222. In giurisprudenza: Cass., 14 dicembre 1995, n. 12820, in *Giur. it.*, 1996, I, c. 1360; Cass., 17 aprile 1990, n. 3181, in *Foroit.*, 1991, I, c. 1533.

In tale ottica, il ricorso alle categorie speciali di azioni quale veicolo per stabilizzare assetti di *governance* condivisi dai soci – spesso in sostituzione o in aggiunta ai patti parasociali – trova un limite invalicabile proprio nel principio della riserva di competenza dell’assemblea ordinaria⁹⁰, che si pone come presidio della coerenza del modello di società per azioni rispetto alla sua struttura istituzionale.

Il principio secondo cui «*la nomina degli amministratori spetta all’assemblea*» (art. 2383, comma 1, c.c.) vanta una consolidata tradizione storica che affonda le radici nel modello societario per azioni e non ha subito alcuna attenuazione nemmeno a fronte dell’evoluzione dei rapporti tra assemblea e consiglio di amministrazione, preservando con rigore la sovranità assembleare in materia di nomina degli organi gestori.

In particolare, il principio di competenza assembleare non si esaurisce in una mera ripartizione dei poteri all’interno dell’organizzazione societaria, ma assume una portata sistemica che si sviluppa su almeno tre direttrici individuate da un’autorevole dottrina: *i)*

⁹⁰ L’articolo 2364 c.c. – che delinea la distribuzione dei poteri tra gli organi sociali, assegnando inderogabilmente la competenza alla nomina di amministratori e sindaci «*all’assemblea in sede ordinaria*» – trova conferma in specifiche disposizioni relative alla nomina degli amministratori, dei sindaci (art. 2400 c.c.) e dei componenti del consiglio di sorveglianza (art. 2409–*duodecies*, co. 2, c.c.), le quali contemplano espressamente soltanto due deroghe, individuate mediante rinvio agli artt. 2449 e 2351 c.c.. Tale elenco ha una portata essenzialmente dichiarativa e descrittiva e si presenta largamente incompleto se si considera la cospicua serie di materie devolute dalla legge al vaglio dell’assemblea ordinaria ma non ricomprese nel corpo della predetta disposizione: ABBADESSA, *L’assemblea nella s.p.a.: competenza e procedimento*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 542. In particolare, le attribuzioni in punto di nomina, revoca, responsabilità e compensi degli amministratori, dei sindaci e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti emergono anche nelle norme degli artt. 2383, co. 1 e 3, 2389, co. 1, 2393, co. 1, 2400, co. 1, 2402 c.c., 2407, co. 3, c.c. Inoltre, si possono aggiungere le deliberazioni relative: alla determinazione del numero degli amministratori, qualora lo statuto ne indichi soltanto il minimo ed il massimo (art. 2380–*bis*, co. 4 e 5, c.c.); alla ratifica degli atti compiuti in nome della società prima dell’iscrizione (art. 2331, co. 3, c.c.); al consenso agli acquisti pericolosi (art. 2343–*bis*, co. 1, c.c.); sull’acquisto e la vendita di azioni proprie (art. 2357, co. 2 e 4, e 2357–*ter*, co. 1, c.c.) e sull’acquisto e la vendita di azioni della controllante da parte della controllata (art. 2359–*bis*, co. 2, e 2359–*ter*, co. 1, c.c.); all’assunzione di partecipazioni in altre imprese che comportino una responsabilità illimitata (art. 2361, co. 2, c.c.); all’autorizzazione agli amministratori ad esercitare attività concorrente (art. 2390, co. 1, c.c.); alla nomina dei direttori generali (art. 2396 c.c.); alla nomina del presidente del collegio sindacale (art. 2398 c.c.); alla sostituzione dei sindaci (art. 2401 c.c.); all’approvazione della distribuzione degli utili (art. 2433 c.c.), nonostante non sia espressamente prevista, come nell’art. 2364–*bis*, co. 1, n. 4, c.c.; all’approvazione del bilancio (artt. 2429, co. 1, e 2433, co. 1, c.c.); all’esercizio dell’azione di responsabilità nei confronti dei liquidatori (art. 2489, co. 2, c.c.); ecc. In termini generali, la riforma del diritto societario ha attribuito all’assemblea ordinaria una competenza generica e residuale rispetto a quella dell’assemblea straordinaria nel sistema tradizionale o monistico. Il n. 5 dell’art. 2364 c.c., infatti, impone di ritenere che la competenza sia dell’assemblea ordinaria ogni qual volta la legge attribuisce un potere all’assemblea senza qualificazioni e senza che quel potere costituisca specificazione di una competenza già attribuita da una norma di legge all’assemblea straordinaria: cfr. RESCIO, *L’assemblea nel progetto di riforma delle società di capitali*, in *Verso il nuovo diritto societario. Dubbi ed attese, Atti del Convegno, Firenze, 16 novembre 2002*).

soggettiva, ii) procedimentale e iii) diacronica⁹¹. Tale prospettiva incide in modo rilevante sui limiti dell'autonomia statutaria in materia di nomina degli amministratori.

Sotto il profilo *soggettivo*, l'ordinamento – con lo statuire che la nomina «*spetta all'assemblea*» – assegna tale compito come esclusivo dei soci. Di conseguenza, gli statuti non possono trasferire tale competenza, neppure indirettamente, a soggetti esterni, stante la *funzionalizzazione* del rapporto d'ufficio dell'amministratore al perseguimento in linea di principio dell'interesse sociale comune dei soci in quanto tali⁹² (: rimanendo il perseguimento del profitto – ancorché non necessariamente di breve periodo, ed ancorché si voglia dare per certi versi rilievo nelle s.p.a. ai diversi interessi degli *stakeholders* – pur essenziale per la stessa esistenza dell'impresa e per la sua efficienza⁹³).

Dal punto di vista *procedimentale*, poi, la designazione degli amministratori deve necessariamente avvenire secondo modalità che rispettino date forme, appunto quelle assembleari. In particolare, appare condivisibile l'impostazione secondo cui il diritto di intervento in assemblea, riconosciuto a ciascun socio, consiste «*da un lato, nel consentire la partecipazione di tutti i soci prima al dibattito assembleare e poi alla decisione e, dall'altro, nel garantire agli stessi soci il controllo sulla legittimità dell'operato della maggioranza*»⁹⁴. In questo quadro, l'interesse del singolo socio alla realizzazione, seppur mediata, del programma societario attraverso l'azione gestoria riceve una tutela minima e inderogabile, nella fase di nomina degli organi gestori (nonché, in quella successiva di esercizio delle funzioni). Gli statuti, dunque, non possono comprimere *né* il diritto di prendere parte al procedimento di nomina, *né* quello di vigilare sulla sua correttezza formale e sostanziale. Merita in proposito adesione l'impostazione secondo cui a ciascun socio spetta il diritto di intervento in assemblea, inteso al contempo come strumento di

⁹¹ SANFILIPPO, *Funzione*, cit., 285 ss., incisivamente scompone significato della sovranità assembleare nella nomina, in particolare del consiglio di amministrazione, in un significato soggettivo, procedimentale e diacronico.

⁹² Secondo FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 1988, 406, l'attribuzione del potere di nomina a terzi trova «*un ostacolo insuperabile nella disposizione dell'art. 2383 cod. civ., il quale riserva tale potere all'assemblea, e in genere nell'organizzazione della società di capitali, la quale è espressamente basata sul principio per cui i poteri sociali trovano la loro base nella partecipazione al capitale della società*».

⁹³ SANFILIPPO–ARCIDIACONO, *Il rapporto di amministrazione: costituzione e cause di cessazione*, in DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, II, *Società per azioni*, Milano, 2022, 1741.

⁹⁴ SERRA, *L'assemblea: procedimento*, in COLOMBO–PORTALE (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, 3*, Torino, 1994, 55.

partecipazione al processo decisionale e come presidio della regolarità del procedimento di designazione dei preposti⁹⁵.

L'interesse alla *partecipazione* in ordine al *contenuto* della nomina non può considerarsi – nel modello legale di riferimento – esteso a tutti i soci in egual misura, poiché tale fase è disciplinata dalla regola assembleare, che – salvo specifiche previsioni statutarie che derogano ai criteri maggioritari ordinari – finisce per attribuire la concreta facoltà di scelta dei componenti dell'organo gestorio ai soli soci riconducibili al gruppo di controllo. Diversamente, più ampia risulta la possibilità di incidere sulla fase precedente alla decisione vera e propria, vale a dire sul processo di formazione della scelta di merito per l'elezione di uno od altro candidato: *sotto un primo profilo*, l'ordinamento garantisce (almeno in prima convocazione) un *quorum* costitutivo più ampio di quello necessario per deliberare la nomina⁹⁶; *sotto un secondo profilo*, rileva il diritto di ciascun partecipante di prendere parte alla discussione assembleare, sebbene restino alcune incertezze circa l'autonomia di tale facoltà rispetto all'effettivo esercizio del diritto di voto⁹⁷.

La ricostruzione in chiave *diacronica* del principio di competenza assembleare, infine, consente di evidenziare come le clausole statutarie relative alla nomina degli amministratori si intreccino con un ulteriore principio cardine della società per azioni.

Nei modelli capitalistici, infatti, l'amministrazione è configurata come *ufficio*, ossia come insieme di funzioni autonome rispetto alla persona che di volta in volta le esercita: l'ufficio rappresenta l'elemento costante, mentre il titolare costituisce una variabile contingente. Tale impostazione trova ulteriore specificazione, nel contesto della società per azioni, nella natura non permanente dell'incarico gestorio, che implica l'assenza di un diritto alla *conservazione* della carica e, più in generale, nella mancanza di una posizione soggettiva di *stabilità*⁹⁸.

⁹⁵ In tale prospettiva, il momento della verbalizzazione riveste un ruolo essenziale, costituendo il presupposto necessario per l'eventuale attivazione dei rimedi giurisdizionali: sul punto, cfr. SANFILIPPO, *Funzione*, cit., 334 ss.

⁹⁶ In relazione alla funzione del *quorum* costitutivo in ordine all'«*esigenza di assicurare (...) un'ampia partecipazione alla discussione delle materie oggetto di deliberazione*»; SERRA, *L'assemblea*, cit., 128 ss., e SANFILIPPO, *Funzione*, cit., 193 ss., testo e nota 326. Quanto al tema della possibile elevazione di tale *quorum*, *ibidem*, 393 ss., testo e nota 420; nonché, *infra*, Capitolo 2, paragrafo 10.

⁹⁷ Sul punto si rinvia al successivo Capitolo 2.

⁹⁸ Il potere di *conservazione* si estrinseca, sul piano reale, nell'irrevocabilità dall'incarico se non per giusta causa. Tale potere appare estraneo alla logica di un'amministrazione, mentre costituisce un tratto tipico dei modelli "per persone", nei quali il nesso tra partecipazione sociale e potere di amministrazione risponde a un interesse diretto del socio. In questa prospettiva si giustifica, nei tipi societari a base personale, la

Ancora in una prospettiva *diacronica*, il principio di competenza assembleare – in combinazione con la regola della temporaneità degli incarichi gestori – svolge una funzione essenziale nel mantenere vivo il rapporto di *fiducia* tra assemblea degli azionisti ed amministratori (: dinamica fiduciaria strutturalmente insita nel modello della società per azioni, dove la necessaria rinnovabilità di tale rapporto si pone come contrappeso alla fisiologica circolazione e variabilità della compagine sociale). In questa logica, si esclude la possibilità per lo statuto di *crystallizzare* in via preventiva la designazione degli amministratori, privando l'assemblea del potere di nomina: una simile compressione risulterebbe incompatibile con l'essenza stessa del tipo societario⁹⁹.

Ne consegue che la libertà di scelta deve essere intesa come valore *oggettivo*, attinente alla sfera funzionale e procedimentale delle attribuzioni dell'organo assembleare¹⁰⁰, piuttosto che come mera espressione soggettiva della libertà di voto riconosciuta ai singoli soci che intervengano in assemblea.

Tutti questi profili saranno oggetto di più ampia analisi nel prosieguo della trattazione.

5.1.– *Segue. Eccezioni e deroghe*

Il principio di competenza assembleare nella nomina dell'organo gestorio, pur costituendo un tratto qualificante del modello della società per azioni – e, come tale, tradizionalmente ritenuto non derogabile dallo statuto – non si presenta, tuttavia, come *granitico*¹⁰¹: il sistema conosce alcune eccezioni espressamente previste dal legislatore, che ammettono la possibilità di nomine effettuate *al di fuori* dell'assemblea.

Parte della dottrina sostiene che la presenza di tali espresse deroghe scalfisca la natura esclusiva della riserva assembleare, al punto da legittimare l'assegnazione di un *autonomo speciale* diritto di nomina anche a una categoria speciale di azioni¹⁰². E ciò,

centralità della «*giusta causa*» quale presupposto per la revoca dell'amministratore (art. 2259, co. 1, c.c.). La *stabilità* della carica derivare sia dalla natura a tempo indeterminato del rapporto, sia dalla necessità di maggioranze qualificate per l'esercizio del potere di revoca da parte dei soci.

⁹⁹ SANFILIPPO–ARCIDIACONO, *Il rapporto*, cit., 1741.

¹⁰⁰ Per sviluppi applicativi di tale rilievo cfr. SANFILIPPO, *Funzione*, 302 ss., 312 ss., 353 ss.

¹⁰¹ SANFILIPPO, *Funzione*, cit., 283 ss.; dopo la riforma, G.F. CAMPOBASSO, *Diritto delle società*, cit., 359; MONTAGNANI, sub *art. 2383 c.c.*, cit., 143 s. In giurisprudenza, Cass. Civ. sez. I, 13 giugno 2017, n. 14695; Cass. Civ., sez. I, 14 dicembre 1995, n. 12820, *Giur. It.*, 1996, I, 1, 1533; Cass. Civ., sez. lav., 17 aprile 1990, n. 3181, in *Foro it.*, 1991, I, 1533.

¹⁰² Secondo questa visione, se è possibile derogare alla competenza assembleare conferendo una prerogativa del genere al titolare di strumenti finanziari partecipativi – si dice – *a fortiori* dovrebbe essere possibile derogare a tale regola riservando tale diritto ad una categoria speciale di azioni *ex art. 2348 c.c.*

specie a seguito della riforma del 2003, con cui il legislatore ha inteso ampliare l'autonomia statutaria, anche relativamente al contenuto delle azioni, al fine di facilitare l'accesso a nuovi canali di finanziamento da parte delle imprese¹⁰³.

Secondo altra parte della dottrina, invece, tali deroghe non possono portare ad aderire all'idea che il principio, in quanto sottoposto a diverse eccezioni, non avrebbe più natura inderogabile¹⁰⁴.

Preliminare a ogni riflessione in materia, dunque, è l'interpretazione della regola sulla competenza esclusiva dell'assemblea in ordine alla nomina degli organi sociali, cui si intende qui aderire. Si anticipa, sin d'ora, l'adesione alla tesi secondo cui le deroghe previste dall'ordinamento rivestono carattere eccezionale e risultano puntualmente circoscritte, senza per ciò stesso incidere sulla natura inderogabile del principio. Al contrario, ciascuna deroga risponde a esigenze specifiche, riferite a contesti normativamente tipizzati, e non compromette la tenuta sistematica della regola generale, che attribuisce all'assemblea degli azionisti la competenza fondamentale in materia di designazione degli amministratori.

Nei paragrafi che seguono si darà conto delle ragioni di tale impostazione.

5.1.1. – Il diritto di nomina degli enti pubblici titolari di partecipazioni in società per azioni ex art. 2449 c.c.

La deroga al principio della competenza assembleare – storicamente risalente e sistematicamente più incisiva – concerne la nomina degli amministratori da parte di soggetti pubblici, la cui disciplina è stata progressivamente adeguata dal legislatore nazionale al principio europeo della libera circolazione dei capitali.

L'attuale formulazione dell'articolo 2449 c.c., introdotto dall'art. 13 della L. 25 febbraio 2008, n. 34, consente allo Stato e agli enti pubblici, in qualità di soci di società per azioni

Più limitatamente, ABRIANI, *Le azioni e gli altri*, cit., 309, segnala che la norma in tema di strumenti finanziari partecipativi attenua la complessiva rigidità del sistema.

¹⁰³ PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti*, cit., 1299.

¹⁰⁴ La presenza di espresse deroghe non scalfirebbe il carattere esclusivo della riserva, ma al contrario esse costituirebbero le sole eccezioni consentite rispetto ad un principio che, in tutti gli altri casi, rimane non derogabile dalle parti: CIOCCA, *Il voto di lista*, cit., 275–276; SANFILIPPO–ARCIDIACONO, *Il rapporto*, cit., 1740 e 1745; SANFILIPPO, *Funzione*, cit., 283 ss.; MONTAGNANI, sub *art. 2383 c.c.*, cit., 143 s. In giurisprudenza, cfr. Cass. 14 dicembre 1995, n. 12820, in *Giur. it.*, 1996, I, 1, 1533; Cass. 17 aprile 1990, n. 3181, *Foroit.*, 1991, I, 1533.

non quotate, di procedere direttamente alla designazione di un numero di amministratori «*proporzionale alla partecipazione al capitale sociale*»¹⁰⁵.

Nelle società “aperte”, invece, l’intervento pubblico nella nomina degli amministratori è ammesso unicamente in presenza di strumenti finanziari partecipativi, ai sensi dell’art. 2346, comma 6, c.c. e dell’art. 13, co. 2, L. n. 34/2008, *ovvero* mediante l’attribuzione di azioni appartenenti a categorie speciali, le quali – in seguito a deliberazione dell’assemblea ordinaria su proposta del consiglio di amministrazione e previo assenso dell’ente pubblico interessato – possono conferire diritti amministrativi specifici in favore di quest’ultimo. In tale contesto si colloca uno degli esempi paradigmatici di cosiddetta “*golden share*”.

Nell’attuale assetto normativo, l’eccezione al principio della competenza assembleare connessa alla facoltà di nomina diretta da parte dello Stato o di enti pubblici risulta significativamente attenuata. Ciò è avvenuto, *da un lato*, per effetto dell’abrogazione dell’articolo 2450 c.c., che ha definitivamente escluso la possibilità per soggetti pubblici, anche in assenza di partecipazioni azionarie, di procedere alla nomina diretta di amministratori, comportando altresì l’invalidità sopravvenuta delle clausole statutarie che prevedevano tale prerogativa; nonché, *dall’altro*, per effetto della già menzionata revisione dell’articolo 2449 c.c., che ha ulteriormente circoscritto l’ambito delle nomine extra-assembleari, contribuendo a rafforzare il principio assembleare quale regola generale, anche nell’ipotesi di partecipazioni pubbliche.

Tali interventi normativi meritano quantomeno un cenno, in ragione della loro potenziale incidenza sistematica, con particolare riguardo alla regola secondo cui nelle società non aperte al mercato del capitale di rischio la nomina diretta di amministratori da parte di enti pubblici è subordinata al rispetto del *principio di proporzionalità* tra la quota di capitale detenuta e il numero di amministratori designabili (art. 2449, comma 1, c.c.). Questo criterio solleva interrogativi (non solo in ordine alla sua concreta

¹⁰⁵ L’infelice dettato normativo è interpretato nel senso che in tali società la prerogativa di nomina riconoscibile in favore dell’ente pubblico ai sensi del primo comma deve passare attraverso l’attribuzione di strumenti finanziari partecipativi o di una tipologia *ad hoc* di azioni, fermo il limite della proporzionalità: GHEZZI–VENTORUZZO, *La nuova disciplina delle partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici nel capitale delle società per azioni: fine di un privilegio?*, in *Rivista delle Società*, 2008, 704 s. Altra tesi invece legge nella norma l’intenzione di ricondurre la posizione del socio pubblico in tali società a quella di un socio ordinario, la cui posizione può essere differenziata solo con ricorso agli strumenti finanziari comuni (art. 2351, ult. comma, c.c.) o, ove possibile, ad azioni speciali: DONATIVI, *La nomina pubblica alle cariche sociali nelle società per azioni*, Torino, 2010, 24 ss., 48 s; IBBA–DEMURO, sub *art. 2449 c.c.*, in ABBADESSA–PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, II, Milano, 2016, 2851.

applicazione nel peculiare contesto delle nomine pubbliche, ma anche) in relazione alla sua eventuale configurabilità quale principio generale dell'ordinamento societario.

In tale prospettiva, ci si chiede se il vincolo di proporzionalità tra partecipazione al capitale sociale e potere di nomina possa estendersi, in via sistematica o analogica, anche alle clausole statutarie che riservano a determinate *categorie* di soci – ancorché esclusivamente privati – la facoltà di designare membri del consiglio di amministrazione¹⁰⁶.

Da questa angolazione, la previsione di meccanismi di nomina *per categorie* di azioni potrebbe comportare l'obbligo di rispettare un principio di stretta proporzionalità tra la quota di capitale sociale detenuta da ciascun gruppo e il numero di componenti del consiglio ad esso attribuibili, rendendo altresì necessaria l'adozione di sistemi elettorali ispirati a criteri proporzionali, la cui concreta attuazione si presenta, tuttavia, spesso complessa. Un simile orientamento inciderebbe in misura rilevante sui margini di autonomia statutaria nella definizione delle modalità di nomina degli amministratori.

Da diverso angolo visuale, invece, la già richiamata disposizione che nelle società aperte subordina l'esercizio del potere di nomina da parte di soggetti pubblici alla sua incorporazione in strumenti finanziari *ovvero* in categorie speciali di azioni, non sembra incidere – da un punto di vista sistematico – sulle declinazioni della competenza assembleare in materia di nomina degli amministratori¹⁰⁷. Sebbene la questione sarà affrontata più diffusamente nel successivo Capitolo 2, giova sin d'ora anticipare che la norma in parola non può essere interpretata come indice di un'attenuazione del principio secondo cui la nomina degli amministratori compete all'assemblea generale, con la conseguenza che non appare ammissibile la validità di clausole statutarie volte a devolvere tale competenza ad assemblee speciali¹⁰⁸.

L'intervento normativo, infatti, *per un verso* sembra confermare che l'unica ipotesi di nomina diretta *al di fuori* dall'assemblea generale resta quella connessa all'emissione di

¹⁰⁶ ABRIANI, *Le azioni e gli altri*, cit., 315 ss.; COSSU, sub *art. 2449 c.c.*, in SCHLESINGER (fondato da)–BUSNELLI (diretto da), *Il Codice Civile. Commentario*, Milano, 2018, 148 ss.; CUCCU, *Partecipazioni pubbliche e governo societario*, Torino, 2019, 133 ss.

¹⁰⁷ In dottrina, si è espresso CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, Torino, 2019, 20, secondo cui la nuova disposizione sopra richiamata costituisca un indice dell'emersione di un temperamento al principio della competenza assembleare nella nomina degli amministratori, al punto da poter ritenere ammissibili clausole statutarie che articolino il procedimento di nomina mediante assemblee speciali. Di segno opposto è la posizione di SANFILIPPO–ARCIDIACONO, *Il rapporto*, cit., 1744, che respingono tale ricostruzione.

¹⁰⁸ In proposito, cfr. CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione*, cit., 20, nonché, *infra*, Capitolo 2.

strumenti finanziari partecipativi (su cui v. *infra*, paragrafo 6.1.2); *per altro verso*, pare evidenziare come, nelle ipotesi di attribuzione del diritto di nomina mediante la creazione di categorie azionarie dotate di diritti amministrativi, si renda necessario definire con precisione i limiti e i confini dell'autonomia statutaria nella predisposizione di clausole di nomina, alla luce del principio di competenza assembleare e delle sue molteplici articolazioni.

5.1.2.– Il diritto degli strumenti finanziari partecipativi di nominare un amministratore indipendente: riflessi dell'art. 2351, ult. co., c.c.

Un'ulteriore e rilevante eccezione alla regola della competenza assembleare è stata introdotta con la riforma organica del 2003, attraverso l'inserimento dell'ultimo comma dell'articolo 2351 c.c.¹⁰⁹, che consente allo statuto di riconoscere ai titolari di strumenti finanziari partecipativi *ex art.* 2346, comma 6, c.c.¹¹⁰, la facoltà di designare un consigliere indipendente. Tale prerogativa può esercitarsi *sia* in sede assembleare – con diritto di partecipazione ai lavori, ma fermo il divieto di voto sulla nomina degli altri componenti del consiglio –, *sia* “al di fuori” di essa, mediante meccanismi di nomina diretta, attuabili, ad esempio, tramite assemblee speciali o procedure alternative quali la raccolta separata delle indicazioni di preferenza¹¹¹.

¹⁰⁹ CIAN, *Strumenti*, cit., 127 ss.; LIBERTINI–MIRONE–SANFILIPPO, sub *art.* 2346 c.c., in D'ALESSANDRO (diretto da), *Commentario Romano al Nuovo diritto delle società*, Artt. 2325–2379–ter, Padova, 2010, 229 ss.

¹¹⁰ Nel dettaglio, l'art. 2346, co. 6, c.c. precisa che «*resta salva*» la possibilità per la società di emettere «*altri strumenti finanziari partecipativi*», a fronte di «*apporti*» non destinati a formare il capitale, con l'attribuzione di diritti patrimoniali o anche diritti amministrativi («*escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti*»), in relazione ai quali la legge detta una disciplina assai scarna, fonte di numerose questioni interpretative. Viene così permesso il ricorso alla categoria intermedia – dai contorni ancora sfuggenti *sia* per quanto attiene al profilo della delimitazione della fattispecie *che* la ricostruzione della disciplina – degli strumenti finanziari (atipici) partecipativi (e non), suscettibili di arricchire l'offerta di prodotti finanziari da parte di ogni emittente e di ampliare significativamente la possibilità di *utilizzo* del mercato finanziario come mezzo di stabile supporto dell'attività produttiva. Sul punto, in termini generali, VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, Torino, 2012, 143 ss.; ID., sub *art.* 2346, co. 6 c.c., in ABBADESSA–PORTALE (diretto da), *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, I, Milano, 2016, 489 ss. e 493 ss.; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto delle società*, cit., 215 ss.; GINEVRA, *Le obbligazioni*, in CIAN (a cura di), *Diritto commerciale, III. Diritto delle società*, Torino, 2020, 366 ss.; ID., *Gli strumenti finanziari diversi da azioni e obbligazioni*, in CIAN (a cura di), *Diritto commerciale, III. Diritto delle società*, Torino, 2020, 384 ss.

¹¹¹ Sul tema CIAN, *Strumenti*, cit., 118; ID., *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella «nuova» s.p.a.*, in ABBADESSA–PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2006, I, 751; CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione*, cit., 17 s.; LIBERTINI–MIRONE–SANFILIPPO, sub *art.* 2346 c.c., cit., 230 e nt. 135; NOTARI–GIANNELLI, sub *art.* 2346, co. 6, c.c., in MARCHETTI–BIANCHI–GHEZZI–NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 103 s.

Giova ribadire che tale deroga al principio di competenza assembleare riveste un rilievo sistematico peculiare, poiché è stata indicata in dottrina quale possibile fondamento per il riconoscimento, agli azionisti titolari della specifica categoria di azioni oggetto d'indagine, di un *autonomo* diritto di nomina.

Secondo una lettura estensiva proposta in dottrina, infatti, la formulazione dell'eccezione in esame – costruita mediante una clausola di salvaguardia che richiama il disposto dell'art. 2351 c.c. – è stata interpretata sul piano letterale come idonea a legittimare *non solo* il diritto di nomina riconosciuto ai titolari di strumenti finanziari partecipativi (espressamente previsto nell'ultimo comma), *ma anche* ulteriori configurazioni di diritti amministrativi non tipizzate, ma riconducibili alla *ratio* della norma¹¹². Tra queste, in via ipotetica, rientrerebbe anche la possibilità di prevedere, nello statuto, categorie azionarie dotate di un *autonomo* potere di nomina. Tale interpretazione estensiva del rinvio risulta, tuttavia, difficilmente conciliabile con alcune considerazioni di rilievo, che inducono al contrario a ritenere che il nuovo spazio di libertà statutaria abbia natura strettamente eccezionale.

Anzitutto, l'articolo 2351 c.c. menziona espressamente la possibilità di attribuire il diritto di nomina *esclusivamente* ai titolari di strumenti finanziari partecipativi, senza alcun riferimento diretto a specifiche categorie di azioni. E un'estensione analogica di tale previsione agli azionisti appare inammissibile, alla luce della differente posizione soggettiva che caratterizza le due figure¹¹³. In tale prospettiva, anche la ricostruzione, peraltro controversa, che individua nell'assemblea speciale degli strumenti finanziari la sede esclusiva per l'esercizio del diritto di nomina potrebbe trovare giustificazione *non già* in una presunta legittimazione generalizzata a ricorrere a simili meccanismi, *bensì* nell'assenza di un criterio idoneo a consentire l'espressione del voto in sede assembleare ordinaria da parte di tali soggetti¹¹⁴. In secondo luogo, la predetta disposizione deve essere

¹¹² In tal senso, ABRIANI, *Le azioni e gli altri*, cit., 311.

¹¹³ Indipendentemente dalla opzione interpretativa che si ritiene di seguire con riferimento alla portata dell'ultimo comma dell'art. 2351, va qui rilevato che i titolari di strumenti finanziari si configurano come strumenti di debito. È da questo punto di vista che emerge l'eccezionalità della disposizione di cui agli artt. 2351, ult. co. e 2346, ult. co.), in quanto permette a soggetti diversi dagli azionisti (e, almeno di norma, non soggetti al rischio di capitale) di influire sull'assetto degli organi sociali e sugli «*argomenti specifici*» sui quali può essere altresì chiamata a deliberare la loro assemblea speciale [sul principio di correlazione fra potere e rischio di capitale, in base al quale soltanto i soggetti che corrono il rischio tipico del socio possono influire sulla scelta degli amministratori della società, v. già ABRIANI, *Il divieto del patto leonino*, Milano, 1994, 46 ss.].

¹¹⁴ TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi"*, cit., 155 s.; CIAN, *Investitori*, cit. 751 e nt. 50; CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione*, 16 s. e nt. 20, ove altri riff.; diversamente, LOLLI, sub *art. 2351*

interpretata congiuntamente all'articolo 2449 c.c., che contempla una deroga alla competenza assembleare circoscritta ai soli casi in cui la nomina degli organi gestori sia riservata al socio pubblico.

Appare, altresì, poco convincente l'argomento secondo cui la previsione normativa che consente di attribuire il potere di nomina di un amministratore ai portatori di strumenti finanziari – soggetti, per definizione, esterni all'assemblea degli azionisti (art. 2351, comma 5, c.c.) – implicherebbe, di per sé, la legittimità di un modello di nomina articolato mediante assemblee speciali. La circostanza che l'esercizio del diritto di nomina da parte di tali soggetti debba necessariamente avvenire in sede assembleare speciale non può infatti tradursi, in via automatica, in una generalizzata ammissibilità di simili meccanismi anche nel contesto dell'assemblea degli azionisti¹¹⁵.

D'altra parte, la tesi oggetto di critica, nel perseguire l'obiettivo di attribuire la scelta di *merito* di uno o più amministratori ad alcune *categorie* della compagine azionaria finisce per legittimare modalità di nomina – quali le assemblee speciali – che, sotto questo profilo, non risultano affatto necessarie. L'ordinamento, infatti, conosce già strumenti idonei a perseguire il medesimo scopo senza determinare indebite fratture del principio di competenza, e che al contempo garantiscono a ciascun azionista il diritto di *controllo* (*sub specie* di diritto di intervento) e di *partecipazione* (*sub specie* di diritto all'impugnazione) nell'ambito di un procedimento deliberativo di nomina complesso, che si perfeziona pur sempre nella stessa assemblea generale.

La questione sarà oggetto di ulteriore e più approfondito esame nel successivo Capitolo 2.

5.2.– *Rappresentanza dei lavoratori negli organi sociali e autonomia statutaria: il nuovo quadro normativo della legge n. 76/2025*

Nell'ambito delle deroghe espresse al principio di esclusiva competenza assembleare nella nomina degli organi gestori, il presente lavoro non può trascurare la rilevanza – anche in chiave di verifica dell'effettiva operatività di tale principio – della normativa più recente in materia di cogestione dei lavoratori (legge 15 maggio 2025, n. 76), che consente

c.c., in MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, I, Padova, 2005, 207. In generale, LIBERTINI–MIRONE–SANFILIPPO, sub *art. 2346 c.c.*, cit., 230.

¹¹⁵ SANFILIPPO–ARCIDIACONO, *Il rapporto*, cit., 1745–1746.

di prevedere clausole riservative per la nomina di amministratori a favore dei dipendenti¹¹⁶.

Il tema non è del tutto nuovo nel panorama normativo italiano, essendo stato oggetto di interventi progressivi nel tempo, in parte in linea con le indicazioni provenienti dall'Unione Europea¹¹⁷, e attraverso modalità di partecipazione che collegano la retribuzione dei lavoratori alle *performance* complessive dell'impresa.

Del resto, come già osservato, il nostro codice civile prevede da tempo strumenti finalizzati al coinvolgimento dei lavoratori (cfr. *supra*, paragrafo 3)¹¹⁸. Non sorprende, dunque, che l'art. 6 della legge n. 76/2025 includa espressamente, tra le forme di partecipazione finanziaria dei lavoratori dipendenti, anche gli strumenti di cui all'articolo 2349 del codice civile, volti alla partecipazione dei lavoratori al capitale della società.

Occorre precisare sin da subito che l'analisi qui condotta si concentrerà esclusivamente sugli aspetti di maggiore rilevanza per il diritto societario, con particolare riferimento alle ricadute sulla nomina degli organi amministrativi¹¹⁹.

¹¹⁶ Dalla disciplina in esame emerge con chiarezza la sua funzione eminentemente “promozionale”. L'art. 1, infatti, accanto alla finalità di dare attuazione all'art. 46 Cost., stabilisce che la legge «*individua le modalità di promozione e incentivazione delle (...) forme di partecipazione*» in essa disciplinate. Ne discende che il tratto qualificante dell'intero impianto normativo è rappresentato dalla volontarietà dell'adozione, da parte delle imprese, di una o più delle forme partecipative delineate dal legislatore. Tali forme risultano riconducibili, in via sistematica, a quattro principali categorie: la «*partecipazione gestionale*», intesa dall'art. 2 come «*la pluralità di forme di collaborazione dei lavoratori alle scelte strategiche dell'impresa*»; la «*partecipazione economica e finanziaria*», definita come «*la partecipazione dei lavoratori ai profitti e ai risultati dell'impresa, anche tramite forme di partecipazione al capitale, tra cui l'azionariato*»; la «*partecipazione organizzativa*», consistente nel «*complesso delle modalità di coinvolgimento dei lavoratori nelle decisioni relative alle varie fasi produttive e organizzative della vita dell'impresa*»; e, infine, la «*partecipazione consultiva*», che si realizza attraverso «*l'espressione di pareri e proposte sul merito delle decisioni che l'impresa intende assumere*».

¹¹⁷ Già da tempo infatti si assiste al prodursi di alcuni fenomeni solo apparentemente tra loro scollegati al cui vertice troviamo una strisciante “contrazione” (se non una vera e propria “ritirata”) dello stato sociale con conseguente affidamento ai “privati” (*rectius*, alle imprese private) di compiti un tempo propri dell'ente pubblico. Questi, normalmente votati al perseguimento dell'utile (quindi di un interesse proprio e tendenzialmente egoistico), sono chiamati in varie forme a svolgere attività sussidiarie a quelle dello Stato, oppure a curarsi di interessi non esclusivamente propri ma di determinate categorie di soggetti esterni all'impresa, fino a diventare *longa manus* dei pubblici poteri nel perseguimento di obiettivi di tutela ambientale e sociale.

¹¹⁸ Come anticipato, il tema delle possibili forme di partecipazione dei lavoratori alle imprese non è certo nuovo: da decenni sindacati e parti datoriali ragionano su tali possibili forme di partecipazione, pur nella diversità delle rispettive posizioni, ma nella condivisa diffidenza verso tale forma di democrazia industriale. In merito TREU, *La partecipazione dei lavoratori alla economia delle imprese*, in *Giur. comm.*, 1988, 785, ha opportunamente osservato che il tema «*in Italia più che altrove*» è stato «*oggetto piuttosto di ideologia che di teoria, di diffidenza e tabù piuttosto che di pratica sperimentale*».

¹¹⁹ È opportuno precisare, sin d'ora, che la legge n. 76/2025 si articola in quindici articoli, nessuno dei quali reca alcuna previsione di carattere integrativo o modificativo del codice civile.

Fatte queste doverose premesse, in tale contesto particolare rilievo assumono gli articoli 3 e 4 della legge n. 76/2025, dedicati rispettivamente alla partecipazione dei rappresentanti dei lavoratori nel sistema dualistico e nei sistemi tradizionale e monistico. La normativa, dunque, delinea le modalità di coinvolgimento dei lavoratori negli organi societari, differenziandole in relazione al modello di *governance* adottato dall'impresa.

Partendo dalla disciplina applicabile alle società che non adottano il modello dualistico, ossia a quelle strutturate secondo il sistema tradizionale – senza dubbio il più diffuso nell'ordinamento societario nazionale – o monistico, l'art. 4 della legge n. 76/2025 prevede espressamente la facoltà di nominare uno o più rappresentanti degli interessi dei lavoratori dipendenti all'interno del consiglio di amministrazione e del comitato per il controllo sulla gestione¹²⁰. In linea con quanto stabilito dal precedente articolo 3 per il modello dualistico, la disposizione subordina tale forma di partecipazione alla presenza di una specifica previsione statutaria, a sua volta condizionata al richiamo della relativa disciplina nei contratti collettivi, ai quali è altresì demandata l'individuazione delle modalità di nomina dei rappresentanti dei lavoratori.

I commi terzo e quarto dell'art. 4 stabiliscono, inoltre, che gli amministratori così designati debbano essere in possesso dei requisiti di indipendenza di cui all'articolo 2409–*septiesdecies*¹²¹, nonché dei requisiti di onorabilità e professionalità previsti dallo statuto *ovvero*, in mancanza, dai codici di comportamento adottati dalle associazioni di categoria. È infine previsto che tali soggetti non possano assumere incarichi direttivi nella medesima impresa – ove non già ricoperti – per un periodo di tre anni successivo alla cessazione del mandato.

Nel contesto così delineato, l'articolo 3 della legge – che fa riferimento alle «*imprese*» il cui statuto preveda l'adozione del modello dualistico di amministrazione e controllo¹²²

¹²⁰ Che, giova ricordarlo, pur essendo incardinato all'interno del consiglio di amministrazione, costituisce a tutti gli effetti un organo di controllo, distinto funzionalmente dall'organo gestorio, rappresentato dal consiglio stesso, e ciò indipendentemente dall'eventuale attribuzione di deleghe di gestione. Sul modello monistico e, in particolare, sul ruolo e sulle caratteristiche del comitato per il controllo sulla gestione, v., tra i molti contributi, ABRIANI, *Indipendenza e autonomia del Comitato per il controllo sulla gestione tra disciplina legale e regole statutarie*, in *AGE*, 1/2016, 145 ss.

¹²¹ L'art. 2409–*septiesdecies*, secondo comma, c.c. stabilisce che «*Almeno un terzo dei componenti del consiglio di amministrazione deve essere in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci dall'articolo 2399, primo comma, e, se lo statuto lo prevede, di quelli al riguardo previsti da codici di comportamento redatti da associazioni di categoria o da società di gestione di mercati regolamentati*».

¹²² Formulazione che rivela una certa imprecisione terminologica, posto che il ricorso a tale assetto di *governance* è consentito esclusivamente alle società di capitali e, in particolare, alle società per azioni e alle

– prevede la possibilità di riservare, in seno al consiglio di sorveglianza, la «partecipazione di uno o più rappresentanti dei lavoratori dipendenti»¹²³.

Anche in questa ipotesi, il coinvolgimento dei lavoratori è subordinato, *da un lato*, all’inserimento di una specifica clausola statutaria e, *dall’altro*, al richiamo della relativa disciplina nei contratti collettivi, ai quali è demandata la definizione delle procedure di nomina dei rappresentanti, nel rispetto dei requisiti di professionalità e onorabilità previsti per i componenti del consiglio, nonché delle disposizioni di cui alle lettere a) e b) del decimo comma dell’art. 2409–*duodecies* c.c.¹²⁴.

Il terzo comma dell’articolo 3 dispone, inoltre, che tra i membri del consiglio di sorveglianza possa essere prevista la presenza di almeno un rappresentante dei lavoratori aderenti ai piani di partecipazione finanziaria di cui all’art. 6 della medesima legge (: profilo sul quale si tornerà poco più avanti).

Si possono avanzare alcune considerazioni preliminari, seppur meritevoli di un approfondimento successivo. *In primo luogo*, l’adozione di un modello partecipativo è interamente volontaria e si fonda su un accordo tra impresa e lavoratori – o, più precisamente, tra impresa e organizzazioni sindacali –, da formalizzarsi mediante contratto collettivo¹²⁵. *In secondo luogo*, lo statuto dovrà contenere una previsione

società a responsabilità limitata, e non già alle “imprese” in senso generico. Non a caso, l’*incipit* del successivo art. 4 si riferisce più correttamente alle «*società che non adottano il modello dualistico*».

¹²³ Con tale previsione il legislatore introduce una forma di coinvolgimento dei lavoratori all’interno di un organo di controllo, soluzione che si pone in consapevole discontinuità rispetto all’impostazione accolta al momento dell’introduzione del modello dualistico con la riforma del diritto societario, quando una simile evenienza era stata espressamente esclusa. Giova ricordare, al riguardo, che il consiglio di sorveglianza non esercita funzioni gestorie: ad esso competono, oltre alla nomina dei componenti del consiglio di gestione, l’approvazione del bilancio e l’esercizio di un controllo sull’operato degli amministratori, in termini sostanzialmente analoghi a quelli propri del collegio sindacale. A tali attribuzioni si aggiunge, qualora lo statuto lo preveda, il potere di deliberare in ordine alle operazioni strategiche e ai piani industriali e finanziari predisposti dal consiglio di gestione, ferma restando, in ogni caso, la responsabilità di quest’ultimo per gli atti compiuti (art. 2409–*terdecies*, primo comma, lett. f-bis, c.c.). Non è possibile, in questa sede, neppure accennare alle numerose e complesse questioni connesse all’adozione del modello dualistico. Per un esame approfondito, si rinvia, tra gli altri, a RIOLFO, *Il sistema dualistico*, Padova, 2013, 185 ss.

¹²⁴ L’art. 2409–*duodecies*, c.c., precisa che «*non possono essere eletti alla carica di componente del consiglio di sorveglianza e, se eletti, decadono dall’ufficio: a) coloro che si trovano nelle condizioni previste dall’articolo 2382; b) i componenti del consiglio di gestione; c) coloro che sono legati alla società o alle società da questa controllate o a quelle sottoposte a comune controllo da un rapporto di lavoro o da un rapporto continuativo di consulenza o di prestazione d’opera retribuita che ne compromettano l’indipendenza*».

¹²⁵ La norma stabilisce che la partecipazione organica dei lavoratori possa essere prevista attraverso i contratti collettivi e lo statuto societario. Ai fini dell’art. 2, lett. e), per «contratti collettivi» si intendono «*i contratti collettivi nazionali, territoriali o aziendali stipulati da associazioni sindacali comparativamente più rappresentative sul piano nazionale e i contratti collettivi aziendali stipulati dalle loro rappresentanze*

generale che consenta la nomina di rappresentanti dei lavoratori negli organi societari, lasciando poi agli amministratori o ai soci il compito di attuarla, una volta definite le modalità attraverso la contrattazione collettiva¹²⁶.

Si tratta di questioni strettamente connessa all'individuazione dei meccanismi societari attraverso i quali i lavoratori possono designare i propri rappresentanti.

Come già anticipato, in via ordinaria, la nomina dei componenti degli organi sociali è collegata al possesso di azioni o, al più, di strumenti finanziari: forma di partecipazione questa dalla legge n. 76/2025 definita come «partecipazione economica e finanziaria dei lavoratori» e disciplinata dagli articoli 5 e 6¹²⁷. Tale duplice valenza (una sorta di partecipazione “mista”, sia economico-finanziaria che gestionale), trova conferma nell'unica previsione innovativa contenuta nell'art. 6 della l. n. 76/2025, vale a dire quella che stabilisce che, oltre agli strumenti già previsti dal codice civile, le società possano istituire «piani di partecipazione finanziaria» che prevedano «anche l'attribuzione di azioni in sostituzione di premi di risultato».

In questa prospettiva, sebbene non si escluda che la partecipazione “gestionale” di cui agli articoli 3 e 4 possa derivare da (o essere affiancata a) quella economico-finanziaria, l'impianto normativo sembra configurare la prima come una fattispecie autonoma rispetto alla seconda. Qualora questa interpretazione risultasse corretta, lo statuto dovrà prevedere soluzioni idonee a consentire la partecipazione “gestionale” anche in assenza di forme di partecipazione economica e/o finanziaria.

Si potrebbe allora ipotizzare, ad esempio, il ricorso al meccanismo del voto di lista: lo statuto dovrebbe prevedere la facoltà per gli amministratori di presentare una lista contenente i nominativi designati dalle rappresentanze sindacali, sulla base delle previsioni concordate con l'impresa in sede di contrattazione collettiva, nonché imporre

sindacali aziendali ovvero dalla rappresentanza sindacale unitaria, ai sensi dell'articolo 51 del decreto legislativo 15 giugno 2015, n. 81».

¹²⁶ Si tratta, evidentemente, di decisioni relative agli assetti organizzativi e gestionali, che rientrano nella competenza esclusiva degli organi amministrativi. Ne consegue un principio chiaro: l'introduzione di forme di partecipazione “gestionale” rimane riservata ai soci, i quali possono abilitarla mediante un'apposita previsione statutaria. All'interno della contrattazione collettiva, amministratori e rappresentanze sindacali potranno definire le procedure tecniche e le modalità operative necessarie per rendere concreta la partecipazione, sempre nel rispetto dei vincoli e delle indicazioni stabilite dallo statuto. In definitiva, saranno gli amministratori, responsabili della struttura organizzativa, a tradurre in pratica le scelte deliberate dai soci.

¹²⁷ La legge in sostanza si limita a prevedere incentivi fiscali per forme di partecipazione al capitale o agli utili d'impresa già presenti nel nostro codice (artt. 2346, ultimo comma, 2349, 2351 ultimo comma, 2358, ottavo comma, 2441, ottavo comma, c.c.).

all'assemblea l'obbligo di nominare la quota – previamente determinata dallo statuto – di candidati inclusi in tale lista¹²⁸.

In alternativa, e purché non si cumulino contestualmente forme di partecipazione gestoria con strumenti di partecipazione economico-finanziaria, potrebbe ipotizzarsi l'emissione di strumenti finanziari partecipativi ai sensi dell'art. 2349, secondo comma, c.c., muniti del solo diritto di designare un «*componente indipendente*» del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di sorveglianza¹²⁹.

Si tratta di alcune ipotesi ma l'ingegneria statutaria potrebbe individuare, anche considerando le differenti possibili soluzioni a seconda del tipo societario, meccanismi ulteriori.

Difficilmente ipotizzabile, ma sul punto si tornerà nel prosieguo della trattazione – specialmente al successivo Capitolo 2 – è la possibilità di una indicazione diretta da parte dei lavoratori, senza un passaggio assembleare.

6.– Le «norme particolari» per la nomina degli amministratori: interesse sociale e interessi secondari in consiglio di amministrazione

Tanto premesso, nell'ambito della riflessione dottrinale tradizionale è prevalsa l'idea che il consiglio di amministrazione assolva una funzione prevalentemente *ponderatoria* e che esso si configuri come un organo tendenzialmente *omogeneo* quanto all'origine elettiva dei suoi componenti. Tale concezione ha indotto, per lungo tempo, una parte significativa della dottrina a dedicare un'attenzione marginale al ruolo che l'autonomia statutaria può svolgere nella disciplina della sua composizione.

Tuttavia, il dibattito internazionale sulla configurazione della funzione amministrativa, unitamente alle sollecitazioni provenienti dalla pratica nazionale – in particolare con riguardo all'introduzione di strumenti volti a rafforzare i meccanismi di controllo endosocietario, quali la presenza di amministratori indipendenti o di consiglieri

¹²⁸ Si rimanda al testo e note contenute nel paragrafo 11 del Secondo Capitolo.

¹²⁹ L'art. 2349, secondo comma, c.c., prevede che «*l'assemblea straordinaria può altresì deliberare l'assegnazione ai prestatori di lavoro dipendenti della società o di società controllate di strumenti finanziari, diversi dalle azioni, forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti*». L'art. 2351, quinto comma, c.c., prevede poi che «*gli strumenti finanziari di cui agli articoli 2346, sesto comma, e 2349, secondo comma, possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e in particolare può essere ad essi riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco*».

espressione di minoranze organizzate – rende oggi necessario interrogarsi sulla tenuta sistematica e sui limiti di validità di tale tradizionale impostazione.

È infatti rilievo ampiamente condiviso che, nella definizione del regime giuridico della funzione amministrativa nelle società per azioni, il legislatore non abbia inteso attribuire rilievo a esigenze di *rappresentatività* riferibili ad autonomi centri di interesse riconducibili a (gruppi di) soci esterni alla compagine di controllo¹³⁰, sicché la maggioranza assembleare può legittimamente designare l'intero consiglio di amministrazione. Resta però il fatto che, in assenza di un intervento statutario volto a modellare i meccanismi di governo societario – a partire dai criteri di nomina degli amministratori – il modello legale rischia di offrire una tutela poco incisiva all'interesse dei diversi gruppi di soci (o finanziatori) a monitorare la correttezza della gestione.

Tale esigenza può essere appunto adeguatamente valorizzata dai soci mediante l'introduzione di specifiche regole statutarie di nomina, volte a incentivare investimenti e a favorire l'ingresso di soci (o finanziatori) in una società, nel cui organo amministrativo siede un *rappresentante* dotato di effettivi poteri di controllo, *sia* in termini di accesso agli *interna corporis* (ex art. 2381, comma 6, c.c.), *sia* attraverso la possibilità di intervenire prontamente in caso di eventuali comportamenti pregiudizievoli (: strumenti questi assai più incisivi rispetto a quelli normalmente attribuiti a un socio o a un semplice creditore).

In particolare, la riforma societaria del 2003 ha mantenuto l'articolo 2368, comma 1, c.c., a mente del quale «*per la nomina alle cariche sociali lo statuto può stabilire norme particolari*».

Il potere di regolamentazione convenzionale riconosciuto dall'art. 2368, 1° co., c.c., incontra tuttavia una serie di limiti. In primo luogo, trattandosi di una disposizione collocata all'interno della disciplina dell'assemblea ordinaria, essa viene generalmente interpretata nel senso che non sarebbe ammissibile l'introduzione, nello statuto, di meccanismi di nomina esterni all'assemblea. Dunque, la norma non consente di derogare al metodo assembleare, circoscritto da cautele procedurali che ne delineano un modello sostanzialmente indisponibile, fatta eccezione per le semplificazioni previste

¹³⁰ Nell'ordinamento non è prevista una disciplina generale a tutela delle minoranze in sede di nomina degli amministratori, ad eccezione delle società quotate, in cui almeno un membro del consiglio di amministrazione deve essere espressione delle minoranze, attraverso il sistema delle liste ex art. 147-ter TUF (introdotto dalla L. 28 dicembre 2005, n. 262).

dall'art. 2366, 4° co., c.c., in tema di assemblea totalitaria. È inoltre invalicabile il disposto dell'art. 2369, 4° co., c.c., che, per la nomina e la revoca delle cariche sociali — nonché per l'approvazione del bilancio — impedisce, nelle convocazioni successive alla prima, qualsiasi aggravamento statutario del quorum deliberativo o l'introduzione di un quorum costitutivo differente dalla presenza in assemblea di una qualsiasi frazione del capitale sociale (argomenti su quali si tornerà più ampiamente nei successivi Capitoli).

Ciò non esclude tuttavia che l'autonomia statutaria possa legittimamente introdurre, *da un lato* sistemi elettorali idonei a garantire — nell'ambito dell'assemblea generale — ai soci di minoranza la designazione di propri rappresentanti nel consiglio di amministrazione e, *dall'altro*, modelli di *governance* che valorizzino la dimensione *dialettica* dell'organo gestorio, favorendo una concreta rappresentanza delle istanze minoritarie.

E a tali fini, lo statuto conserva un significativo margine di autonomia nell'individuare soluzioni funzionali e differenziate, tra cui: *a)* prevedere che la composizione del consiglio rispetti specifici requisiti di professionalità o esperienza dei singoli membri; *b)* introdurre regole finalizzate ad assicurare l'indipendenza di parte o della totalità dei componenti; *c)* garantire, mediante apposite clausole, forme di rappresentanza delle minoranze nell'organo gestorio.

Con particolare riguardo alla tipologia di obiettivo funzionale degli statuti *sub c)*¹³¹, un filone interpretativo ha osservato che a fronte dell'emersione nella nuova disciplina della struttura finanziaria delle società per azioni di una pluralità di interessi confliggenti all'interno della compagine sociale — riconducibili *tanto* alla presenza di diverse categorie di azionisti, *quanto* all'introduzione di strumenti finanziari partecipativi — gli statuti potrebbero essere strutturati in modo da far emergere, attraverso meccanismi di nomina mirati, la fisiologica tensione tra questi gruppi in seno al consiglio di amministrazione.

In questa prospettiva, la riduzione del ruolo *gestorio* dell'assemblea operata dal legislatore renderebbe legittimo (se non, addirittura, auspicabile) che le istanze particolari trovino espressione proprio all'interno dell'organo amministrativo.

¹³¹ Occorre rinviare, in ordine ai requisiti statuari di professionalità e di indipendenza a SANFILIPPO-ARCIDIACONO, *Il rapporto*, cit., 1812 ss.

7.– Natura sociale dell'interesse al "controllo" e alla "partecipazione" nella gestione

Non desta sorpresa, pertanto, che, nell'ambito del nostro ordinamento, sia ampiamente riconosciuta, in linea generale, l'ammissibilità di previsioni statutarie volte a consentire l'elezione di amministratori c.d. di minoranza.

Il riconoscimento in capo al consiglio di amministrazione di una funzione di "composizione" degli interessi eterogenei che attraversano la compagine azionaria sembra presupporre che tale organo possa farsi sede di *rappresentanza* e *cura* di quella pluralità di istanze¹³². In questa prospettiva, la collegialità consiliare tenderebbe ad assumere una fisionomia funzionale non dissimile da quella dell'assemblea, concepita come luogo deputato al confronto tra interessi tra loro anche confliggenti¹³³.

Da ciò è derivata una rilettura della collegialità consiliare, intesa (non più, in via esclusiva, come espressione di un'unica volontà unitaria, bensì) come sede di *composizione* dei molteplici interessi secondari di cui i singoli consiglieri possano farsi portatori, quantomeno in quanto espressione – attraverso il meccanismo elettivo – di gruppi azionari portatori di quelle stesse istanze¹³⁴. Laddove, anche a seguito della riforma, l'interesse sociale cui l'organo gestorio è tenuto a conformare la propria azione conserva natura *tipica*, trovando ancora nel perseguimento del profitto – sebbene non necessariamente in una logica di breve periodo – la propria ragion d'essere, nonché il principale parametro di valutazione dell'efficienza e della sostenibilità dell'impresa¹³⁵.

Una simile impostazione ha sollevato più di una perplessità sul piano sistematico¹³⁶ nella misura in cui una tale configurazione statutaria rischierebbe di distogliere l'organo dal fondamentale obbligo di perseguire l'interesse sociale, finendo per legittimare l'idea

¹³² STELLA RICHTER jr., *La collegialità del consiglio di amministrazione tra ponderazione dell'interesse sociale e composizione degli interessi sociali*, in AA.VV., in LIBONATI (a cura di), *Amministrazione e amministratori di società per azioni*, Milano, 1995, 300 ss.; ID., *Sulla composizione e sulla elezione dell'organo amministrativo di una società quotata*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, I, 53.

¹³³ In generale, LIBERTINI–MIRONE–SANFILIPPO, *Il mito della democrazia azionaria e la perdurante attualità del tema della c.d. tutela delle minoranze, L'assemblea di società per azioni*, Artt. 2363–1379 ter, Milano, 2016, XXXVIII ss., 279 ss.; COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, Torino, 2006, 305 ss. Per la prospettiva "procedimentale", ANGELICI, *La società*, cit., 407 ss.; ID., *Interesse sociale e business judgement rule*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, I, 576 ss.

¹³⁴ STELLA RICHTER jr., sub art. 147–ter, in ABBADESSA–PORTALE (diretto da), *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, I, Milano, 2016, 4195.

¹³⁵ LIBERTINI–MIRONE–SANFILIPPO, *L'assemblea*, cit., 47 ss.

¹³⁶ SANFILIPPO, *Sistemi di nomina degli amministratori e istanze partecipative nelle società per azioni. Spunti per una discussione*, in *Studi in onore di Umberto Belvisio*, Bari, 2011, 730 ss.

che ciascun componente sia tenuto a promuovere esclusivamente l'interesse *secondario* (del gruppo) di soci o finanziatori che ne ha sostenuto la nomina¹³⁷.

L'impostazione oggetto di critica pare confondere il piano fattuale – per cui è comprensibile che un amministratore rifletta, almeno nella prassi operativa, la visione o le istanze del gruppo di riferimento – con il ben distinto piano giuridico, che individua in modo preciso e vincolante gli interessi che possono essere legittimamente perseguiti da chi riveste la carica gestoria¹³⁸.

Se tale approccio risulta condivisibile ne discende, a ben vedere, che gli statuti possono legittimamente prevedere l'elezione di rappresentanti dei diversi gruppi di soci in seno al consiglio di amministrazione valorizzando però un principio di partecipazione che si traduce (non nella tutela di interessi particolaristici, ma piuttosto) nell'affermazione di un «*interesse al controllo su efficienza e correttezza dei comportamenti gestori*»¹³⁹, perseguito attraverso la dialettica tra amministratori eterogenei per fonte elettiva.

Come si avrà modo di approfondire nel prosieguo, infatti, la presenza all'interno del consiglio di amministrazione di componenti designati secondo criteri *non omogenei* non comporta, di per sé, un *vulnus* all'efficienza dell'organo. Al contrario, tale eterogeneità può rappresentare un elemento propulsivo per l'instaurarsi, all'interno del consiglio, di forme fisiologiche di dialettica, funzionali tanto all'esercizio di un "controllo" interno quanto – in taluni casi – a una più concreta partecipazione alla funzione gestoria.

Ne consegue che non è possibile affermare, in termini generali e astratti, che clausole statutarie volte a introdurre una configurazione pluralistica della gestione societaria producano necessariamente assetti privi di *meritevolezza*, dovendosi piuttosto procedere a una valutazione in concreto, condotta alla luce del regolamento statutario nel suo complesso¹⁴⁰.

¹³⁷ STELLA RICHTER jr., *La collegialità del consiglio di amministrazione tra ponderazione dell'interesse sociale e composizione degli interessi sociali*, in AA.VV., in LIBONATI (a cura di), *Amministrazione e amministratori di società per azioni*, Milano, 1995, 304, parla di interesse sociale «*atipico*» con riguardo a società in cui l'azionista pubblico disponga di speciali poteri di nomina degli amministratori.

¹³⁸ Del resto, giova ricordare che anche gli amministratori designati dai portatori di strumenti finanziari restano soggetti al medesimo regime giuridico degli altri membri del consiglio (art. 2351, co. 5, ult. inciso, c.c.), così come accade per gli amministratori nominati da enti pubblici, i quali pur sempre «*hanno i diritti e gli obblighi dei membri nominati dall'assemblea*» (art. 2449, comma 2, c.c.).

¹³⁹ SANFILIPPO–ARCIDIACONO, *Il rapporto*, cit., 1748.

¹⁴⁰ La determinazione del modello organizzativo più efficiente – e dunque maggiormente idoneo ad attrarre investimenti sul mercato azionario – è rimessa, in ultima analisi, alla selezione operata dal mercato. Tale valutazione, tuttavia, non può essere ricondotta esclusivamente alle peculiarità del contesto socio-economico in cui ciascun modello si inserisce. Resta centrale, invece, il dato normativo, nella misura in cui

La rilevanza e la meritevolezza di simili istanze trovano conferma anche nel più recente dibattito in materia di *corporate governance*.

È infatti ormai opinione largamente condivisa che la presenza, nell'organo amministrativo, di componenti espressione di soci non riconducibili al gruppo di controllo – e segnatamente delle c.d. minoranze organizzate – o comunque di consiglieri con un elevato grado di o comunque di consiglieri con un elevato grado di *indipendenza* rispetto alla compagine di comando, possa costituire un efficace strumento *sia* per rafforzare l'affidabilità e la trasparenza della gestione (e, dunque, accrescere l'efficienza statica dell'impresa), *sia* per promuovere, in una prospettiva dinamica, condizioni più favorevoli all'accesso e alla permanenza delle società sul mercato dei capitali.

Ed è parimenti noto che, in ogni sistema di *corporate governance*, le regole che disciplinano il funzionamento dell'organo gestorio rivestono un ruolo cruciale nella definizione degli strumenti volti a promuovere il miglioramento della *performance complessiva* delle imprese azionarie. Le spinte *partecipative* che gli statuti possono legittimamente accogliere sono, dunque, pienamente compatibili con il principio cardine che informa la disciplina delle società per azioni, vale a dire l'efficace gestione dell'impresa¹⁴¹.

Tali esigenze, tuttavia, potranno dirsi giuridicamente rilevanti ed andranno considerate in tanto meritevoli di tutela solo nella misura in cui non compromettano la realizzazione di «*un assetto organizzativo idoneo a promuovere l'efficienza e la correttezza della gestione dell'impresa sociale*», secondo quanto previsto dall'art. 4, co, 2, lett. b), della L. 3 ottobre 2001, n. 366, concorrendo al «*dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa*» (artt. 2082 e 2380–*bis* c.c.).

sono le caratteristiche dell'ordinamento giuridico – e, in particolare, l'ampiezza degli spazi riconosciuti all'autonomia statutaria – a incidere sulla competitività delle società nei mercati dei capitali e, più in generale, sulla concorrenza tra sistemi giuridici: cfr. SANFILIPPO, *Funzione*, cit., 52 ss. e 79 ss., nonché, *supra*, Sezione Prima.

¹⁴¹ *Sia* attraverso la disciplina delle modalità di nomina degli amministratori, *sia* mediante la regolamentazione del funzionamento del consiglio (si veda, ad esempio, l'art. 2381 c.c.). Rilevano SANFILIPPO–ARCIDIACONO, *Il rapporto*, cit., 1748 che in questa stessa prospettiva “incentivante” alla partecipazione e alla trasparenza si colloca la regola dettata per le società quotate, secondo cui almeno un membro del consiglio di amministrazione deve essere espressione delle minoranze, attraverso il sistema delle liste *ex art. 147–ter* TUF.

8.– *La revoca*

Il terzo comma dell'articolo 2383 del codice civile disciplina in maniera esplicita le modalità di cessazione dall'incarico degli amministratori, prevedendo la facoltà dell'assemblea di revocare gli stessi in qualsiasi momento e senza necessità di particolari presupposti.

La competenza alla revoca spetta, pertanto, all'assemblea che ha proceduto alla nomina e può essere esercitata in ogni tempo, senza necessità di una preventiva contestazione degli addebiti, non assumendo essa natura sanzionatoria. La disposizione fa, tuttavia, salvo il diritto dell'amministratore al risarcimento del danno qualora la revoca intervenga in assenza di una giusta causa¹⁴².

Ne deriva il permanere del principio secondo cui la società è titolare di un potere di rimozione ampiamente discrezionale, suscettibile di esercizio anche in mancanza di una specifica motivazione (: assetto questo che risulta temperato dal riconoscimento, in favore dell'amministratore revocato senza giusta causa¹⁴³, del diritto al risarcimento del pregiudizio subito in conseguenza dell'interruzione ingiustificata del rapporto¹⁴⁴).

La disciplina legale – che lascia margini limitati all'autonomia statutaria – salvaguarda in tal modo l'interesse della compagine sociale a conformare in ogni momento l'organo gestorio nella composizione ritenuta più idonea. *Per converso*, l'interesse dell'amministratore alla stabilità dell'incarico riceve una tutela esclusivamente patrimoniale, restando in ogni caso esclusa – anche per gli amministratori nominati nell'atto costitutivo – la reintegrazione giudiziale nell'ufficio.

¹⁴² Potere che MINERVINI, *Gli amministratori*, 470, definisce potere di recesso *ex lege*. In particolare, a suo avviso si tratta di «*un atto illecito dannoso; il risarcimento del danno è obbligatorio per la società se non ricorra la causa esoneratrice denominata "giusta causa di revoca"*».

¹⁴³ Richiamando i principi propri del mandato, la nozione di giusta causa ricorrerà sia per un grave inadempimento degli obblighi gestori (Trib. Firenze, 15 febbraio 2005, in *G. mer.*, 2007, III, 2, 397; Trib. Milano, 26 agosto 2006, cit.), sia per un giustificato motivo oggettivo (Cass., 5 agosto 2005, n. 16526; Trib. Milano, 3 giugno 2008, n. 7223), che mini il rapporto fiduciario con la società, elidendo l'affidamento inizialmente riposto dai soci su attitudine e correttezza del nominato amministratore (Cass., 14 maggio 2012, n. 7425; Cass., 12 settembre 2008, n. 23557; Cass., 21 novembre 1998, n. 11801; App. Torino, 31 maggio 2006, in *G. it.*, 2007, 665; Trib. Milano, 16 ottobre 2013, in *dejure*).

¹⁴⁴ L'onere della prova sulla giusta causa rimane a carico della società (Trib. Torino, 11 gennaio 2005, in *G. it.*, 2005, 525; Trib. Milano, 15 novembre 1984, in *Soc.*, 1985, 403), ma pure devono risultare dalla delibera di revoca le ragioni su cui si fonda la giusta causa, non potendo le stesse essere integrate nel processo, perché qui non si esprimerebbero collettivamente i soci, se è vero che la difesa è assunta dal rappresentante legale della società (v. Cass., 12 settembre 2008, n. 23557; Trib. Perugia, 22 gennaio 2014; Trib. Roma, 24 luglio 2013; Trib. Milano, 6 maggio 2013; Trib. Milano, 12 marzo 2009, n. 3461; Trib. Milano, 20 dicembre 2005, in *G. it.*, 2006, 983, con nota adesiva di WEIGMANN).

Come noto, la disciplina della revoca degli amministratori continua a sollevare numerose questioni interpretative – che spaziano dalla qualificazione giuridica dell’atto revocatorio, alla determinazione dei suoi effetti, fino all’individuazione delle ipotesi riconducibili alla nozione di «*giusta causa*» e ai criteri di quantificazione del danno risarcibile – molte delle quali restano tuttora controverse, anche in ragione della formulazione non esaustiva dell’articolo 2383, comma 3, che lascia ampio margine a ricostruzioni interpretative differenti.

Ai fini del presente contributo, appare pertanto opportuno limitare l’indagine ai profili strettamente funzionali alla risposta al quesito di ricerca, evitando di soffermarsi su ulteriori problematiche che, pur dotate di indubbio rilievo sistematico, eccedono l’ambito dell’analisi qui proposta.

La competenza dell’assemblea in materia di nomina degli amministratori è generalmente ritenuta inderogabile, in quanto espressione di una disciplina imperativa. Tuttavia, sebbene l’art. 2383 c.c. preveda alcune deroghe espresse, esse riguardano esclusivamente il profilo della nomina, disciplinato dal primo comma, e non si estendono – quantomeno in via diretta – alla revoca, regolata dal comma finale. Questa asimmetria normativa solleva l’interrogativo se i soggetti titolari del potere di designazione possano essere altresì investiti della competenza a revocare gli amministratori da essi nominati.

La molteplicità degli aspetti coinvolti rende necessario articolare l’analisi separatamente, considerando ciascuna delle fattispecie astrattamente configurabili.

8.1.– La revoca degli amministratori nominati ex art. 2449 c.c.

La competenza dell’assemblea a deliberare la revoca degli amministratori conosce una deroga espressamente prevista dal secondo comma dell’articolo 2449 del codice civile, in virtù del quale gli amministratori designati dallo Stato o da altri enti pubblici possono essere revocati esclusivamente dai soggetti che ne hanno effettuato la nomina. Tale «*revoca riservata*», rispetto all’ordinaria competenza assembleare, contribuisce a rafforzare la stabilità della carica¹⁴⁵.

¹⁴⁵ Così, ferma la revoca automatica ex art. 2393 co. 5, c.c. v., anche per ulteriori indicazioni, FRANZONI, *Della società per azioni*, tomo III, *Dell’amministrazione e del controllo*, 1, *Disposizioni generali. Degli amministratori*, in *Commentario al c.c. Scialoja–Branca*, 199 ss., il quale invece propende per la revocabilità comunque ex art. 2390 c.c. Si discute, in tale contesto, se la revoca – e il problema può porsi anche con riferimento alla nomina – debba essere qualificata come atto amministrativo o come atto negoziale di diritto privato (cfr., in proposito, PERICU, sub *art. 2449 c.c.*, in *Società di capitali*,

Sul punto non emergono particolari incertezze interpretative: se è pacifico, infatti, che gli amministratori nominati ai sensi dell'art. 2449, una volta insediati, assumano gli stessi diritti, doveri e responsabilità degli altri componenti dell'organo gestorio, il secondo comma della disposizione stabilisce in termini inequivoci che tali amministratori «*possono essere revocati soltanto dagli enti che li hanno nominati*», escludendo espressamente qualsiasi competenza concorrente dell'assemblea.

La disposizione introduce, pertanto, una significativa eccezione al principio generale desumibile dall'articolo 2383 c.c., sottraendo all'assemblea una prerogativa che, nell'assetto ordinario, le è attribuita in via esclusiva. In tal modo si conferma – pur nell'ambito dell'inderogabilità dell'art. 2383 – il principio secondo cui «*il potere di nomina porti con sé il potere di revoca, il quale non spetta quindi all'assemblea*»¹⁴⁶.

Meno pacifica appare, invece, l'inaammissibilità di una deliberazione assembleare di revoca dell'amministratore di nomina pubblica in presenza di una giusta causa. Parte della dottrina ritiene, infatti, che la riserva di revoca in favore dell'ente pubblico nominante non possa estendersi alle ipotesi in cui all'amministratore siano imputabili fatti illeciti o gravi inadempimenti nell'esercizio dell'incarico¹⁴⁷.

Coloro che negano in ogni caso la competenza assembleare valorizzano, per contro, l'esigenza di individuare strumenti alternativi di tutela dell'interesse della compagine sociale¹⁴⁸. In tale prospettiva, si è prospettata, anzitutto, la possibilità per la società di agire giudizialmente per la risoluzione del rapporto di amministrazione per inadempimento; *ovvero*, in presenza di un'inerzia dell'ente pubblico nominante, di sollecitare l'intervento dell'autorità giudiziaria ai fini della revoca dell'amministratore¹⁴⁹, *ovvero ancora* di pervenire alla revoca – *ex art. 2393 co. 5* – per effetto dell'esercizio dell'azione di responsabilità deliberata dall'assemblea ai sensi dell'art. 2393, comma 5,

Commentario, NICCOLINI–STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), III, 2004, 1308 ss.; DONATIVI, *La nomina*, cit., 379 ss.). La qualificazione riveste rilievo, poiché incide sia sulla competenza giurisdizionale sia sul regime applicabile all'atto. In assenza di una disciplina normativa espressa e univoca, sembra preferibile aderire alla prima soluzione, che si allinea alla prassi comune in materia di nomina e revoca di cariche di varia natura da parte di enti pubblici. Ma nel senso di atto negoziale privato, Cass., S.U., 23 gennaio 2015, n. 1237; sul punto, FRANZONI, *Della società per azioni*, tomo III, *Dell'amministrazione e del controllo*, 1, *Disposizioni generali. Degli amministratori*, in *Commentario al c.c. Scialoja–Branca*, 201 s.

¹⁴⁶ FRANZONI, *Gli amministratori e i sindaci*, 2002, 28. Inoltre, si ritiene che l'amministratore così revocato non possa essere sostituito dall'assemblea ma debba essere nominato dallo Stato o dall'ente pubblico competente.

¹⁴⁷ Cfr., ad esempio, PERICU, sub *art. 2449 c.c.*, cit., 1311.

¹⁴⁸ Per la quale si pronuncia, da ultimo, DONATIVI, *La nomina*, cit., 441 ss.

¹⁴⁹ Che è peraltro esclusa da DONATIVI, *La nomina*, cit., 454 ss.

c.c., con il voto favorevole di almeno un quinto del capitale sociale¹⁵⁰; *nonché, infine*, nella revoca disposta dal tribunale nell'ambito del procedimento per gravi irregolarità previsto dall'art. 2409, comma 4, c.c.¹⁵¹.

8.2.– *La revoca degli amministratori nominati ai sensi dell'art. 2351, comma 5, c.c.*

Resta controverso il regime di revocabilità degli amministratori designati dai portatori di strumenti finanziari partecipativi ai sensi dell'art. 2351, comma 5, nonché dell'applicabilità, anche a tali ipotesi, della regola dell'atto "riservato".

Infatti, *per un verso*, l'articolo 2383 non contempla – come si è già notato – ipotesi particolari in materia di revoca; *per altro verso*, lo stesso articolo 2351 si limita a prevedere la facoltà che gli statuti derogano al principio della competenza assembleare per la nomina (e non revoca) degli amministratori.

Se queste osservazioni conducono alla sicura conclusione che, laddove lo statuto non preveda diversamente, la competenza a revocare l'amministratore nominato ai sensi dell'articolo 2351 spetta all'assemblea ordinaria, resta da capire se il potere di revoca possa essere attribuito allo stesso soggetto (nel caso di specie, l'assemblea speciale dei portatori di strumenti finanziari di tipo partecipativo) che aveva provveduto alla nomina.

Un primo orientamento dottrinale propende per il mantenimento della competenza esclusiva dell'assemblea, valorizzando in particolare il dato letterale dell'art. 2351, co. 5, c.c., che assoggetta gli amministratori così nominati alla medesima disciplina prevista per gli altri componenti dell'organo gestorio¹⁵². Peraltro, laddove detta clausola non fosse ritenuta ammissibile e si ritenesse pertanto competente alla revoca la sola assemblea ordinaria, il problema potrebbe essere superato – ancorché in modo costoso – attraverso la previsione in statuto di una clausola *simul stabunt simul cadent* legata in particolare al venir meno anche del solo amministratore nominato ai sensi dell'articolo 2351.

Un diverso indirizzo, pur facendo salva la competenza residuale dell'assemblea generale, ammette la possibilità di una deroga statutaria volta a riservare *ovvero* ad

¹⁵⁰ DONATIVI, *La nomina*, cit., ss., argomentando dalla reale natura di decadenza *ex lege* di tale ipotesi di cessazione del rapporto.

¹⁵¹ DONATIVI, *La nomina*, cit., 452 ss.

¹⁵² Così STAGNO D'ALCONTRES, sub *art. 2351 c.c.*, in *Società di capitali*, in NICCOLINI-STAGNO D'ALCONTRES, (a cura di), *Commentario*, I, Napoli, 2004, 313; M. MONTAGNANI, sub *art. 2383 c.c.*, cit., 166.

attribuire in via concorrente all'assemblea speciale dei portatori degli strumenti finanziari il potere di revoca degli amministratori da essa designati¹⁵³.

Non mancano, infine, posizioni favorevoli a un'applicazione analogica dell'articolo 2449, secondo comma, alla fattispecie in esame, sul presupposto che tale disposizione esprima un più generale principio di simmetria tra il potere di nomina e quello di revoca¹⁵⁴. Al riguardo, l'osservazione in virtù della quale esiste uno strettissimo collegamento tra nomina (per la quale è dettata una disposizione diversa ed eccezionale) e revoca ha indotto la dottrina a ritenere in linea di principio ammissibile tale clausola statutaria.

In realtà, la soluzione che appare maggiormente coerente sul piano sistematico è quella di ammettere una competenza *concorrente* in materia di revoca.

La peculiare funzione di controllo e di monitoraggio sull'andamento della gestione, propria dei soggetti designanti, consente infatti di ritenere che, *da un lato*, l'organizzazione collettiva dei portatori degli strumenti finanziari possa in ogni momento deliberare la revoca dell'amministratore indipendente nominato ai sensi dell'art. 2351, quinto comma, anche in assenza di una giusta causa, potendo la mera esigenza di sostituirlo con un soggetto ritenuto più adeguato all'esercizio di tale funzione giustificare la cessazione anticipata dell'incarico.

Dall'altro lato, la revoca da parte dell'assemblea generale degli azionisti dovrebbe ritenersi ammissibile soltanto in presenza di una giusta causa, in quanto, se è vero che l'assemblea non può essere privata del potere di rimuovere un amministratore allorché intervengano circostanze sopravvenute idonee a compromettere il rapporto fiduciario, è altrettanto vero che essa non dovrebbe poter neutralizzare discrezionalmente la scelta effettuata dai titolari degli strumenti finanziari¹⁵⁵.

Per quanto qui rileva, il dibattito assume particolare rilievo, poiché le stesse considerazioni potrebbero trovare applicazione anche nel contesto normativo attuale in relazione alla revoca del rappresentante dei lavoratori.

¹⁵³ Favorevole all'attribuzione statutaria di una legittimazione concorrente ai titolari di strumenti finanziari, ABU AWWAD, *La «revoca riservata»*, cit., 143. Sostengono l'ammissibilità di una clausola statutaria che addirittura escluda la competenza (alla revoca) dell'assemblea NOTARI-GIANNELLI, sub *art. 2346, co. 6, c.c.*, cit., 105.

¹⁵⁴ Così, ma dubitativamente, TOMBARI, *Strumenti*, cit., 159; e MOSCO, sub art. 2385 c.c., cit., 616.

¹⁵⁵ Per questa impostazione, v. CIAN, *Strumenti finanziari*, cit., 140 s., secondo il quale – al ricorrere di una giusta causa di revoca – tornerebbe «*ad assumere rilievo la tripolarità delle relazioni*» che si instaura intorno al consigliere indipendente.

8.3.– La revoca degli amministratori nominati dalle azioni di categoria

È evidente che le conclusioni sopra esposte non possano estendersi alle azioni di categoria che attribuiscono il diritto di nominare un determinato numero di amministratori.

In tale ipotesi, infatti, la competenza a revocare l'amministratore designato dalla categoria spetta comunque – e in via esclusiva – all'assemblea generale degli azionisti. Ciò trova fondamento nella diversa *ratio* sottesa al diritto speciale di nomina.

Se, infatti, l'attribuzione di una prerogativa di designazione agli aventi diritto partecipativo non ha, sul piano funzionale, la stessa finalità che caratterizza la disciplina degli strumenti finanziari partecipativi, non può essere estesa ad essa la medesima logica della revoca riservata. In particolare, nella fattispecie contemplata dal quinto comma dell'articolo 2351 assume rilievo un'esigenza di controllo – ed eventualmente di indirizzo – sull'attività dell'organo amministrativo, funzionale alla tutela di un investimento che si affianca al rapporto partecipativo in senso stretto, pur condividendone alcuni tratti di ordine tipologico. Ne discende la necessità di integrare i tradizionali meccanismi di rappresentanza del capitale azionario, con la conseguente configurazione di una relazione fiduciaria tra l'amministratore designato e i titolari degli strumenti finanziari¹⁵⁶, relazione che costituisce, a sua volta, il presupposto del potere di *revoca* riconosciuto a questi ultimi.

Diversamente, il riconoscimento di un diritto di categoria avente ad oggetto la nomina riservata di un componente dell'organo amministrativo non è idoneo a dar luogo a un rapporto fiduciario qualificato tra la categoria designante e l'amministratore nominato. In tale ipotesi, la funzione della prerogativa speciale si esaurisce, piuttosto, nell'assicurare un'effettiva partecipazione di una determinata frazione dell'azionariato al processo di

¹⁵⁶ L'affievolimento del tradizionale rapporto fiduciario esclusivo tra azionisti e amministratori in presenza di un consigliere designato dai titolari di strumenti finanziari è chiaramente evidenziato da PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti*, cit., 1300, e da LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nell'emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *BBTC*, 2003, I, 537. E v. anche CIAN, *Strumenti finanziari*, cit., 121, secondo il quale la disciplina dell'art. 2351, co. 5, c.c. rappresenterebbe la «versione italiana» della *Mitbestimmung* del diritto azionario tedesco ciò che peraltro conduce inevitabilmente all'emersione e coagulazione in sede consiliare di un interesse sociale *eccezionale*. Ma v. i rilievi di SANFILIPPO, *Sistemi di nomina*, cit., 730 s., che svaluta la finalità di perseguimento degli interessi «secondari» del gruppo elettore: nella prospettiva dell'A., l'istanza partecipativa che la norma tende a realizzare sarebbe funzionale esclusivamente al «soddisfacimento, tramite una presenza dialettica di amministratori eterogenei per fonte elettiva, di un interesse al controllo su efficienza e correttezza dei comportamenti gestori».

formazione dell'organo gestorio. Ne consegue l'irrilevanza di ogni richiamo alla disciplina di cui all'art. 2376 c.c., qualora volto a sostenere la necessità dell'approvazione della revoca da parte dell'assemblea speciale: la revoca dell'amministratore indipendente, ove non assistita da giusta causa, non può infatti essere equiparata a una compressione o ablazione del diritto di categoria.

Alla luce delle considerazioni svolte, e come sarà ulteriormente chiarito nel prosieguo, il potere di revoca degli amministratori spetta in via inderogabile all'assemblea ordinaria, ai sensi dell'art. 2364, comma 1, n. 2, c.c.¹⁵⁷, e non può formare oggetto di compressione o limitazione mediante disposizioni statutarie¹⁵⁸.

La previsione della revocabilità degli amministratori da parte dell'assemblea svolge infatti una fondamentale funzione di tutela del capitale quale organo decisionale di ultima istanza, nel quadro di un equilibrio necessario tra i poteri interni alla società, rispetto all'attribuzione in via esclusiva della funzione gestionale all'organo amministrativo¹⁵⁹.

¹⁵⁷ Inammissibili, pertanto, devono ritenersi eventuali clausole statutarie che, al di fuori delle ipotesi previste dalla legge, attribuiscono a singoli soci diritti particolari di revoca; diversamente, tale possibilità trova piena applicazione nell'ambito delle società a responsabilità limitata: cfr., tra gli altri, SANTAGATA, *I diritti particolari dei soci*, in Dolmetta–Presti (a cura di), *S.r.l. Commentario dedicato a Giuseppe B. Portale*, Milano, 2011, 291.

¹⁵⁸ Il titolare dell'ufficio è dunque privo del potere di conservazione della carica (con la conseguenza che la mancanza di giusta causa non assume rilievo reale) e di una situazione di stabilità (che deriverebbe dall'attrazione della revoca al novero delle modifiche statutarie, sul modello dell'art. 2466, 1° co., c.c. con riguardo alle s.a.p.a.): così SANFILIPPO, *Funzione amministrativa*, cit., 289 ss., che ne desume l'illegittimità di clausole statutarie che, nel disciplinare la nomina degli amministratori, finiscano per assicurare a determinati soci la permanente titolarità della carica.

¹⁵⁹ Nel diritto italiano, come in tutti i paesi latini, l'assemblea dei soci, sebbene abbia visto progressivamente affievolire il suo tradizionale carattere di organo "sovrano", continua, tuttavia, a conservare all'interno della società per azioni una posizione di rilievo, che si esprime in una gamma articolata di competenze deliberative riguardanti, in particolar modo, l'organizzazione e il funzionamento dell'ente, ma estese anche, per taluni aspetti, allo stesso esercizio dell'impresa sociale. Per una ricostruzione storico-comparatistica del ruolo dell'assemblea nella società per azioni v., ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nella società per azioni. Profili organizzativi*, Milano, 1975, 5 ss.; CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa e competenza dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, 1985, 26 ss.; e più di recente, SCIUTO–SPADA, *Il tipo della società per azioni*, in COLOMBO–PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, 1*, Torino, 2004, 60 ss.; ABBADESSA–MIRONE, *Le competenze dell'assemblea*, cit., 270. Nell'uso corrente si parlava e si parla di "sovranità" dell'assemblea per lo meno in tre significati distinti: per sottolineare l'insindacabilità nel merito delle sue decisioni da parte della minoranza e del giudice (v. ad es., Cass., 23 aprile 1969, n. 1290, in *Foro it.*, 1969, I, 1735 ss.), per affermare la situazione di preminenza che ad essa deriva soprattutto dal potere di revoca degli amministratori e di modifica dello statuto e, infine, per indicare il potere di sostituirsi in ogni momento agli amministratori nella gestione sociale, mediante avocazione o direttive vincolanti. Mentre l'assemblea può dirsi ancora "sovrana", anche dopo la riforma, nelle prime due accezioni del termine, già con l'avvento del codice civile è venuto meno il terzo e più significativo aspetto di quel carattere, oramai abbandonato da quasi tutti gli ordinamenti moderni.

Da tale assetto sistematico discende, secondo l'opinione largamente prevalente, l'invalidità delle clausole statutarie volte a incidere su tale prerogativa assembleare¹⁶⁰. Nella medesima prospettiva, parte della dottrina ha inoltre individuato un possibile caso di frode alla legge nei patti parasociali che, pur operando in maniera indiretta, risultino idonei a limitare o neutralizzare l'esercizio del potere di revoca assembleare¹⁶¹.

9.– Il primato dell'assemblea e il metodo collegiale nella nomina degli amministratori

Tanto premesso, dunque, l'enunciazione chiara di una regola generale corredata da deroghe espressamente previste non consente di aderire alla tesi interpretativa secondo cui la riaffermazione della competenza assembleare avrebbe ormai perso il carattere dell'inderogabilità, essendo sottoposta a un numero crescente di eccezioni¹⁶². L'incremento delle ipotesi derogatorie infatti non sembra avere intaccato quantomeno l'esclusività del potere attribuito all'assemblea e la tassatività delle deviazioni consentite dal legislatore.

Aderendo all'impostazione più rigorosa secondo cui, salve le eccezioni espressamente previste, gli articoli 2383, 2400 e 2409–*duodecies* c.c. attribuiscono *in via esclusiva* all'assemblea la competenza in materia di nomina delle cariche sociali, ogni eventuale prerogativa di nomina riconosciuta a categorie particolari di azioni può ritenersi ammissibile soltanto nella misura in cui risulti compatibile (oltre che con tale competenza

¹⁶⁰ BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a.*, cit., 95; FRANZONI, *Della società per azioni*, cit., 189. Parimenti devono ritenersi invalide sia le previsioni statutarie che innalzino i *quorum* deliberativi in materia di revoca (art. 2369, co. 4, c.c.), sia quelle che devolvano la decisione all'assemblea straordinaria, atteso che gli amministratori di società per azioni – a differenza di quanto previsto per la s.a.p.a. – non sono assistiti da alcuna garanzia di stabilità nella carica: Cass., 26 luglio 2012, n. 13279.

¹⁶¹ In argomento, SANFILIPPO, *I patti parasociali*, cit. 1335 ss.

¹⁶² LENER-TUCCI, *La nuova disciplina dell'Opa e i poteri della Consob*, in *Società*, 2004, 550 ss., ivi, 555.

esclusiva, anche) con il metodo *collegiale*¹⁶³ che connota strutturalmente l'agire assembleare¹⁶⁴.

L'assemblea infatti rispetta il metodo collegiale – anch'esso ritenuto inderogabile – scandito dalle disposizioni normative che ne disciplinano le principali fasi: in particolare, la convocazione (art. 2366 c.c.), l'intervento dei soci (art. 2370 c.c.), la costituzione e le maggioranze (artt. 2368–2369 c.c.), la verbalizzazione delle deliberazioni (art. 2375 c.c.) e la proclamazione dei risultati (art. 2371 c.c.)¹⁶⁵.

In tale prospettiva, le disposizioni particolari previste dall'art. 2368 c.c. non legittimano un superamento *né* della competenza esclusiva dell'assemblea in materia di nomina *né* del metodo collegiale che ne connota strutturalmente l'attività.

Sebbene la locuzione «*norme particolari*» possa suggerire una significativa libertà statutaria nell'ambito delle nomine¹⁶⁶, un'interpretazione restrittiva appare più coerente

¹⁶³ Il metodo collegiale assolve alla funzione di garantire a ciascun partecipante la possibilità effettiva di essere informato circa la convocazione, l'ordine del giorno e gli eventuali materiali di supporto, nonché di assistere alla discussione e di partecipare attivamente al dibattito e alla successiva deliberazione. La sua portata è dibattuta non solo per via del suo controverso rapporto con il principio di maggioranza (su cui v. Capitolo 3) ma anche per il suo autonomo rilievo. Gli aspetti maggiormente dibattuti – tra loro strettamente connessi – riguardano *i*) gli elementi minimi la cui presenza consente di qualificare una decisione come collegiale, *ii*) gli interessi sottesi al principio di collegialità [interessi da taluni ritenuti di natura disponibile, perché riconducibili a istanze di tutela delle minoranze o direttamente all'interesse individuale alla migliore formazione della propria decisione, e da altri riconosciuti di interesse generale; nonché *iii*) le funzioni che tale metodo è chiamato a svolgere. Sulla pluralità di funzioni del metodo collegiale e di interessi che quest'ultimo coinvolge, con riguardo alla sua applicazione nel consiglio di amministrazione, CALANDRA BUONAURO, *Amministrazione disgiuntiva e società di capitali*, Milano, 1984, 15 ss.; con riguardo all'assemblea, MIRONE, *Il procedimento deliberativo nelle società di persone*, Torino, 1998, 59 ss; LENER, *L'assemblea nel diritto societario*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, I, 171 ss., *ivi*, 174 s.

¹⁶⁴ In questo senso, ABRIANI, *sub art. 2351 c.c.*, cit., 325; MAUGERI, *Se possa*, cit., 62; già, ID., *Azioni di risparmio*, cit. 1305; SANFILIPPO, *Gli amministratori*, cit., 464.

¹⁶⁵ Le uniche eccezioni a tale impianto procedimentale si rinvergono nella possibilità, oggi riconosciuta a tutte le società per azioni, di prevedere statutariamente il voto per corrispondenza o in via elettronica (art. 2370 c.c.). Tali modalità, in quanto comportano l'espressione del voto in un momento o in un luogo diverso da quello dell'adunanza, si pongono in deroga al principio di collegialità inteso come «*unità di tempo e di luogo delle manifestazioni di voto*». Diversamente, l'intervento mediante mezzi di telecomunicazione, pur superando la compresenza fisica, mantiene l'unità temporale, attenuando – ma non compromettendo – il requisito della collegialità. Per un confronto tra le soluzioni italiane e quelle di alcuni paesi europei sulla partecipazione assembleare a distanza, CIAN, *Diritti degli azionisti ed efficienza organizzativa: l'esperienza italiana in una prospettiva europea*, in *Studium Iuris*, 2015, 782 ss., *ivi*, 790, che riporta anche lo scarso interesse per tali opzioni.

¹⁶⁶ A seguito della riforma del diritto societario, infatti, ha progressivamente acquisito maggiore rilievo quella lettura estensiva dell'art. 2368 c.c. già autorevolmente sostenuta da quanti avevano individuato in tale disposizione il fondamento normativo di clausole dirette all'instaurazione di un sistema elettorale affatto difforme da quello previsto dalla legge. Questa prospettiva interpretativa si ricollega, *per un verso*, alle indicazioni formulate dal legislatore delegante nella legge n. 366 del 2001, che tra i principi ispiratori della nuova disciplina delle società per azioni annoverava l'obiettivo di «*consentire ai soci di regolare l'incidenza delle rispettive partecipazioni sociali sulla base di scelte contrattuali*» [art. 4, comma 5, lett. a)], nonché – come risulta dalle lettere a) e d) del settimo comma del medesimo articolo – l'intento di semplificare il procedimento assembleare, anche con riguardo all'esercizio del diritto di voto, e di riservare

con il quadro codicistico, che distingue con chiarezza tra *i*) competenza assembleare (cfr. *supra*, in questo Capitolo), *ii*) metodo collegiale (cfr. Capitolo 2), *iii*) regola maggioritaria (cfr. Capitolo 3), e le relative eccezioni.

In sintesi, poiché tali disposizioni non incidono sulla modalità collegiale di formazione della volontà assembleare, la nomina degli amministratori resta di esclusiva competenza dell'assemblea¹⁶⁷ e deve avvenire secondo il procedimento collegiale previsto dalla legge¹⁶⁸, fatta eccezione per le limitate ipotesi tassativamente individuate dal legislatore, oltre le quali i principi in esame assumono carattere inderogabile.

Ne consegue che, se le cosiddette *norme particolari* non possono modificare la distribuzione delle competenze fondamentali, ma al più disciplinarne le modalità operative, diventa necessario esaminare le soluzioni statutarie volte a garantire, attraverso l'attribuzione di speciali diritti di nomina a specifiche categorie di azioni, forme di rappresentanza delle minoranze all'interno del consiglio di amministrazione. Tale analisi

un adeguato spazio all'autonomia statutaria in ordine alla determinazione dei *quorum* costitutivi e deliberativi. *Per altro verso*, essa trova fondamento nella concezione eminentemente «finanziaria» dell'impresa azionaria sottesa alla riforma [Per tutti, FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma*, cit., 689 ss.], che appare sistematicamente coerente con l'esigenza di favorire meccanismi di rappresentanza delle diverse categorie di azioni – nonché, degli strumenti finanziari partecipativi – all'interno dell'organo amministrativo.

¹⁶⁷ La «nomina degli amministratori spetta all'assemblea» (art. 2383, co. 1, c.c.), così come quella dei sindaci (art. 2400, co. 1, c.c.) e del consiglio di sorveglianza (art. 2409–*duodecies*, co. 2, c.c.), con le sole eccezioni dei primi componenti, nominati nell'atto costitutivo, e di quanto disposto dagli artt. 2351 e 2449 c.c. (nomina da parte dei possessori di strumenti finanziari partecipativi; nomina da parte dello Stato e degli enti pubblici). L'elencazione è tassativa, come è dimostrato dal tenore testuale delle disposizioni, oltre che dalla giurisprudenza. Cass., 13 giugno 2017, n. 14695, cit., ha affermato la natura inderogabile della riserva all'assemblea di nomina e revoca degli amministratori, in quanto norma «*di ordine pubblico, perché incidente su interessi generali della collettività*» (nello stesso senso Cons. Stato, 27 dicembre 2001, n. 6396, in *dejure*), Già Cass., 17 aprile 1990, n. 3181, in *dejure*, aveva osservato la natura di ordine pubblico dell'art. 2383 c.c., perché «*incidente su interessi generali della collettività*», con la conseguenza che è nullo il contratto che consente la nomina di un consigliere di amministrazione operata da organo diverso, nella specie il presidente della società. Cass., 14 dicembre 1995, n. 12820, cit., ha pronunciato l'inderogabilità della norma che riserva all'assemblea la nomina e la revoca degli amministratori e del metodo collegiale, per escludere la validità della clausola che ancora la decadenza dall'incarico di amministratore alla perdita della qualifica di legale rappresentante del socio. La disposizione statutaria, lungi dal prevedere un obiettivo requisito di eleggibilità, rimette alla volontà del singolo socio il potere di revocare l'amministratore, con l'effetto che «*all'assemblea non resterebbe che prendere atto di una volontà (per essa) assolutamente insindacabile*». Sulla inderogabilità del principio vedi NOTARI, *Le categorie*, cit., 611.

¹⁶⁸ Cass., 14 dicembre 1995, n. 12820, cit., afferma l'inderogabilità del metodo collegiale per la deliberazione assembleare di nomina degli amministratori, in quanto uno dei «*tratti caratteristici ed essenziali della organizzazione corporativa delle società per azioni, la cui osservanza non può essere quindi rimessa alla volontà dei soci*». Rifacendosi a tale sentenza, Cass., 13 giugno 2017, n. 14695, in *dejure*, qualifica come «*incontroverso*» che l'assemblea debba rispettare il metodo collegiale. Già prima, Cass., 13 dicembre 2002, n. 17848, in *Giur. comm.* 2004, II, 265 ss., con nota di Rossi, aveva statuito che il metodo assembleare, del quale la discussione costituisce elemento saliente, fa da contrappeso al principio di maggioranza, è imposto a protezione delle minoranze, ma anche a tutela dell'esigenza generale di «*salvaguardia della legalità dell'azione sociale*» ed è quindi sottratto alla disponibilità dei soci.

risulta rilevante, in quanto le modalità concrete di attuazione di tali strumenti e la valutazione della loro opportunità presentano differenze significative.

CAPITOLO SECONDO

Profili di natura procedimentale quali limiti all'autonomia statutaria nella configurazione dei sistemi di nomina degli amministratori mediante categorie di azioni

Sommario: –1. Le prerogative speciali nella designazione degli amministratori: ricostruzione dei modelli statutari; –2. Categorie di azioni con prerogative di nomina: analisi critica e prospettive ricostruttive; –3. La configurazione di poteri extraassembleari di nomina, a favore di altri organi societari o di singoli soci o terzi; –4. Il coordinamento tra «*norme particolari*» e meccanismo della cooptazione; –5. Esercizio assembleare della nomina e unitarietà del procedimento deliberativo; –6. Nomina mediante votazione separata nell'ambito della stessa riunione assembleare; –7. Nomina in assemblea separata cui partecipano esclusivamente i titolari delle azioni munite di tale prerogativa; –8. Nomina mediante designazioni separate ed approvazione in assemblea generale; –9. Rischio mancata copertura dei seggi riservati; –10. Modifiche statutarie ai *quorum* assembleari: fra il principio di facilità deliberativa ed il principio di libertà dei soci nella determinazione della vicenda estintiva delle società di capitali; –11. Azioni con riserva di nomina e voto di lista; –12. La restrizione della legittimazione passiva alla carica gestoria; –12.1. *Segue*. Scelta di candidati fra azionisti di categoria: l'interesse alla “facilità” di nomina e revoca degli amministratori; –13. Limiti sostanziali all'autonomia statutaria nella configurazione delle categorie di azioni e nella nomina degli amministratori. Rinvio.

1.– Le prerogative speciali nella designazione degli amministratori: ricostruzione dei modelli statutari

Alla luce delle premesse sin qui delineate, nel presente Capitolo l'attenzione sarà rivolta a indagare fino a che punto, nell'attribuzione di diritti differenziati, lo statuto possa incidere legittimamente sul modello legale del procedimento di nomina degli amministratori¹. L'analisi dell'ammissibilità delle clausole in esame richiede, infatti, di distinguere in base alla specifica tecnica elettorale adottata, poiché la valutazione della loro compatibilità con i principi e con le regole che conformano l'ordinamento societario non può prescindere dall'esame del concreto meccanismo di nomina prescelto.

Si tratta, in altri termini, di verificare se e in quale misura tale meccanismo risulti coerente con i tratti essenziali del modello legale della società per azioni e con le garanzie poste a presidio dell'equilibrio tra i poteri, nonché con le esigenze di tutela delle minoranze e di salvaguardia dell'interesse sociale. Solo un simile scrutinio, condotto in termini analitici e non generalizzanti, consente di individuare le condizioni di legittimità delle diverse clausole statutarie, evitando semplificazioni che finirebbero per occultare la complessità delle soluzioni normative e applicative sottese al fenomeno.

Occorre, dunque, stabilire se sia configurabile un assetto del procedimento assembleare che, da un lato, risulti coerente con la struttura e le funzioni proprie dell'assemblea e, dall'altro, rispetti la riserva legale di competenza in materia di nomina dei componenti degli organi sociali, anche quando tale potere sia riconosciuto a specifiche categorie di azioni.

Le possibili modalità di esercizio di tale riserva incontrano, in particolare, due limiti fondamentali: il primo attiene al ruolo imprescindibile dell'assemblea generale nel procedimento di nomina; il secondo discende dal carattere unitario e collegiale dell'organo amministrativo o di controllo, che mal si concilia con meccanismi di investitura frammentati o eterogenei.

parte della dottrina ha ritenuto ammissibile organizzare la nomina da parte delle categorie attraverso una o più assemblee speciali – soggette alle regole dell'art. 2376 c.c. ovvero a discipline statutarie – le quali possano esprimere: una nomina immediatamente

¹ Tra le prassi più significative, si segnalano quelle che attribuiscono a determinate *categorie* di azioni un potere autonomo nella *designazione* degli amministratori, esercitabile *indipendentemente* dal confronto con il resto della compagine sociale.

efficace; oppure una nomina condizionata alla successiva approvazione dell'assemblea generale, chiamata a un mero controllo di legittimità; ovvero ancora una semplice designazione di candidati, poi formalmente investiti dell'incarico dalla medesima assemblea generale. In tale prospettiva, l'autonomia statutaria potrebbe modellare un procedimento decisionale "a formazione progressiva", articolato in più fasi.²

Tuttavia, l'ipotesi di una nomina proveniente dall'assemblea speciale e immediatamente efficace, senza il concorso dell'assemblea generale, appare difficilmente compatibile con la riserva di competenza attribuita a quest'ultima e si espone, pertanto, a un contrasto con gli artt. 2383 e 2400 c.c., ove tali disposizioni siano interpretate nel senso di attribuire all'assemblea generale un potere di nomina inderogabile³.

Appare, dunque, imprescindibile condurre un'indagine ordinata e sistematica, volta a ricostruire i diversi modelli statuari che, ai fini della designazione degli amministratori, attribuiscono a determinate *categorie* di prerogative differenziate rispetto al regime ordinario. In particolare, l'attenzione deve soffermarsi su alcune ipotesi tipiche, che la prassi e la riflessione dottrinale hanno progressivamente portato in evidenza:

a) l'attribuzione del diritto di voto per la nomina di alcuni membri del consiglio di amministrazione, da esercitarsi mediante *votazione separata*, ancorché collocata all'interno della *medesima riunione assembleare*, con conseguente articolazione interna del procedimento deliberativo;

b) la previsione di un diritto analogo a quello *sub a)*, ma da esercitarsi in un'assemblea *distinta e autonoma*, alla quale partecipano unicamente i possessori delle azioni munite della relativa prerogativa, con effetti di ulteriore segmentazione della base partecipativa;

c) l'attribuzione del diritto di *designare* direttamente determinati amministratori, la cui effettiva immissione in carica è tuttavia subordinata alla *ratifica* dell'assemblea generale, che viene così a svolgere un ruolo di controllo e legittimazione finale del procedimento⁴;

² BONELLI, *Gli amministratori*, cit., 70 s.; ABRIANI, *Le azioni*, cit., 312; NOTARI, *Le categorie speciali*, cit. 612 nt 38. Nello stesso senso, v. Consiglio notarile di Milano, Massima n. 142, cit., 4; Consiglio notarile di Firenze, Pistoia e Prato, Massima n. 15, cit., 91.

³ In senso contrario all'articolazione del procedimento in assemblee separate, perché in violazione della competenza dell'assemblea generale: SANFILIPPO, *Sistemi*, cit., 733; ID., *Gli amministratori*, cit., 467; ALLEGRI-VERONELLI, *L'amministrazione*, cit., 216; SANFILIPPO-ARCIDIACONO, *sub art. 2383*, cit., 1224.

⁴ Sulla fenomenologia delle clausole *sub a)*, *b)* e *c)* si rimanda, in particolare, a SANFILIPPO, *Funzione*, cit.

d) l'attribuzione, alle diverse categorie di azioni cui lo statuto riserva un numero predeterminato di seggi in consiglio, della facoltà di presentare una propria lista di candidati;

e) infine, il riconoscimento del diritto a che una parte dei componenti del consiglio di amministrazione sia *selezionata esclusivamente* tra i titolari di specifiche azioni così da riservare a questi ultimi una posizione di rappresentanza diretta nell'organo gestorio⁵.

Ma procediamo con ordine.

2.– *Categorie di azioni con prerogative di nomina: analisi critica e prospettive ricostruttive*

Le ipotesi contemplate alle lettere a), b) e c) si caratterizzano per l'introduzione all'interno dello statuto di meccanismi di designazione degli amministratori che fanno leva sulla distinzione per *categorie* di azioni, così da instaurare *di fatto* un rapporto diretto tra (specifici gruppi di) soci – nella loro veste di elettori – e gli amministratori da essi designati⁶⁷.

Come già in precedenza osservato, la riconduzione di tali modelli alla tecnica delle *categorie* di azioni non comporta, di per sé, un'incompatibilità con il principio di competenza assembleare in materia di nomina degli organi sociali. Tale principio, infatti, non si attegga quale vincolo assoluto, né come divieto di introdurre soluzioni statutarie che riflettano in maniera più articolata la composizione della compagine azionaria, purché esse si collochino entro un quadro sistematico coerente e rispettoso delle finalità proprie dell'istituto assembleare.

Come già in parte anticipato, infatti, la posizione dottrinale che ha reputato invalide, in via generale, le clausole statutarie volte ad attribuire ai titolari di determinate categorie di azioni diritti speciali di nomina degli amministratori, muove dalla constatazione che tali previsioni si porrebbero in tensione, *da un lato*, con il principio cardine secondo cui la

⁵ Laddove lo statuto stabilisca requisiti di eleggibilità volti a riservare specifici seggi consiliari agli azionisti titolari di determinati "gruppi" di azioni, cfr. in particolare SANFILIPPO, *Funzione*, cit., 312 ss., spec., nt. 147; nonché MAUGERI, *Se possa*, cit., 62 ss.

⁶ Nella predisposizione del Secondo Capitolo si è fatto ampio riferimento alle tesi, ormai consolidate, elaborate dal Professore Sanfilippo, le cui riflessioni hanno fornito il quadro teorico di base entro cui inquadrare le questioni attinenti alla configurazione statutaria dei meccanismi di nomina degli amministratori, offrendo al contempo un punto di partenza imprescindibile per l'analisi critica e ricostruttiva qui sviluppata.

⁷ Le tipologie sono numerose e variegata: per taluni esempi di siffatte clausole statutarie, v. MIGNOLI, *Le assemblee*, cit., 117.

designazione degli amministratori e dei sindaci spetta all'assemblea, quale organo espressivo della volontà sociale e, *dall'altro*, con il principio di *unitarietà* dell'organo assembleare, concepito quale sede deliberativa indivisa, nella quale il capitale sociale trova rappresentanza nella sua interezza, senza essere *frantumato* in procedimenti elettivi separati o in assemblee speciali per categorie di azioni.

Il principio di *unitarietà* dell'assemblea appare, a ben vedere, riconducibile – in una prospettiva sistematica – all'alveo del più ampio principio di competenza assembleare, che rappresenta la cornice sistematica entro cui si inscrivono le regole sul funzionamento dell'organo. Se assunto in tale cornice, ne consegue che le tecniche statutarie dirette a riservare la designazione di uno o più componenti dell'organo amministrativo a specifiche *categorie* azionarie possano ritenersi compatibili con l'ordinamento solo nella misura in cui non si traducano in un *vulnus* al principio stesso di competenza assembleare⁸.

In questa direzione, l'interpretazione delle azioni fornite di diritti speciali in materia di nomina non dovrebbe essere intesa come creazione di nuovi e autonomi centri di interesse all'interno dell'organizzazione societaria, bensì come una modalità di conformazione del procedimento elettorale, la cui sede naturale resta pur sempre l'assemblea.

A tale riguardo, una parte della dottrina ha escluso che le serie di azioni cui siano attribuite posizioni particolari in materia di nomina possano essere qualificate come vere e proprie categorie di azioni ai sensi dell'art. 2376 c.c., negando che tali prerogative integrino diritti qualitativamente diversi rispetto al diritto di voto.

Secondo questa impostazione, le clausole statutarie che riservano a determinate serie di azioni un ruolo specifico nel procedimento di nomina non attribuirebbero diritti speciali in senso proprio, ma si limiterebbero a conformare le modalità di esercizio del voto nell'assemblea competente, modulandone direzione e ambito di operatività in ragione della pluralità delle deliberazioni che concorrono all'elezione degli amministratori. Tale conformazione inciderebbe tanto sulle azioni cui sono riconosciute le posizioni particolari quanto sulle restanti azioni, le quali continuano a esprimere il diritto di voto nella medesima assemblea, sebbene con modalità e incidenza non perfettamente coincidenti.

Siffatte modulazioni, tuttavia, non determinerebbero una vera e propria contrapposizione di interessi tra distinti "gruppi" di azioni, tale da giustificare l'individuazione di «*diritti diversi*» riferibili a ciascun gruppo e, dunque, la

⁸ Fra tutti, cfr. SANFILIPPO, *Sistemi*, cit., 733 ss.

configurabilità di autonome categorie azionarie⁹, nel senso rilevante ai fini della disciplina delle assemblee speciali¹⁰. Esse si risolverebbero, piuttosto, in una diversa articolazione del medesimo diritto di voto, che resta strutturalmente unitario

Del resto, la materia della nomina degli amministratori, pur potendo dar luogo all'emersione di interessi differenziati – ora legati al controllo, ora alla partecipazione alla gestione – coinvolge pur sempre interessi comuni all'intera compagine sociale, in quanto funzionali al corretto governo della società¹¹. Proprio tale dimensione comune rende difficilmente configurabile quella dinamica di conflitto tipica dei rapporti tra categorie di azioni, che presuppone la coesistenza di posizioni soggettive strutturalmente divergenti¹². Ne consegue che, finché la disciplina della nomina rimane integralmente inscritta nel procedimento deliberativo assembleare, non sembra corretto parlare di un «*diritto diverso*» rispetto al diritto di voto, ma soltanto di una sua diversa modulazione funzionale¹³.

In questa prospettiva, deve condividersi l'assunto secondo cui la disciplina della nomina degli amministratori, anche quando lo statuto riconosca a determinate serie di azioni uno specifico diritto di nomina, rimane integralmente inscritta nel procedimento deliberativo

⁹ L'incertezza circa la possibilità di configurare azioni munite di «*diritti diversi*» (rispetto a quelli tipizzati dal legislatore) non aventi natura patrimoniale trova origine nel dibattito sviluppatosi sotto il codice previgente in merito all'ammissibilità delle azioni a voto plurimo (v., tra gli altri, FRÈ, *Le azioni*, 493 ss.), il quale negava che l'art. 164 cod. comm. 1882 potesse essere interpretato nel senso di consentire all'atto costitutivo di derogare al principio secondo cui «*le azioni (...) conferiscono ai loro possessori eguali diritti*» anche con riferimento a diritti diversi da quelli patrimoniali.

¹⁰ V., per tutti, BIONE, *Le azioni* (1991), cit., 45; COSTA, *Le assemblee*, cit., 523;

¹¹ E la natura comune dell'interesse emerge non appena si consideri come la riserva di alcuni seggi a dati «gruppi» di azioni incida all'evidenza sulla struttura dell'organo deputato all'attuazione dell'oggetto sociale, ed ancor più significativamente in ragione del già considerato rischio di incompletezza della composizione consiliare che a quella riserva consegue: v. SANFILIPPO, *Funzione*, cit., cap. I, par. 14.

¹² L'istituto delle assemblee speciali presenta, infatti, una valenza eccezionale per via della disarticolazione che con esso si introduce nell'unitarietà del procedimento deliberativo assembleare; disarticolazione che si fonda sull'incompetenza dell'assemblea generale a disporre di interessi che sono comuni soltanto ai componenti la categoria (v., con particolare chiarezza, D'ALESSANDRO, *Aumento di capitale*, cit., 581 ss.; ma cfr. COSTA, *Le assemblee*, cit., 518 ss. e nt. 69 e 71; 530 e nt. 11).

¹³ Anche se non può escludersi che possa assurgere a «*diritto diverso*» una peculiare conformazione di un diritto tipicamente inerente alla posizione di socio (v., in proposito, Costa, *Le assemblee*, 524 s., ove ulteriori indicazioni), è però chiaro che, venendo in gioco l'istituto delle assemblee speciali, deve giustificarsi l'applicazione di quest'ultimo con riguardo al tipo di interessi che quella conformazione dà luogo. Cfr. sul punto LEOZAPPA, *Nomina*, 800 ss., il quale parla sì di «*incorporazione in una categoria azionaria di uno speciale diritto a nominare uno o più componenti degli organi sociali*», ma finendo poi per ammettere che il «*diritto a nominare parte degli organi sociali non implica di per sé la soppressione del diritto di voto delle categorie che non hanno tale riconoscimento*», dovendo la questione «*risolversi sul piano della limitazione del diritto di voto, e cioè su quello della regolamentazione del suo esercizio - (...) sullo stesso piano della ammissibilità del voto di lista e degli altri sistemi di elezione e rappresentanza delle minoranze*» (*ibidem*, 811 e nt. 45).

assembleare e continua, pertanto, a esprimersi attraverso lo schema tipico del voto. Ciò nondimeno, tale conclusione non appare di per sé incompatibile con la qualificazione di siffatte posizioni come diritti speciali rilevanti ai fini dell'articolazione del capitale in categorie. La circostanza che il potere si eserciti all'interno dell'assemblea non esclude, infatti, che esso attribuisca ai titolari un'incidenza differenziata e strutturalmente predeterminata sul risultato della deliberazione, tale da alterare in modo stabile l'equilibrio partecipativo rispetto alle altre azioni.

Ebbene, tale ricostruzione – pur prestando il fianco a possibili rilievi critici – ha nondimeno il pregio di aver isolato e tematizzato con chiarezza i nodi concettuali fondamentali che devono orientare la valutazione di legittimità delle clausole in parola, fornendo così un contributo ermeneutico di indubbia utilità.

Pertanto, il reale banco di prova per la valutazione di legittimità delle clausole in questione non risiede tanto nella loro formulazione letterale, quanto piuttosto nel grado di incidenza che esse determinano sulla disponibilità, da parte dell'autonomia statutaria, delle diverse fasi in cui si articola il procedimento assembleare di nomina.

In tale quadro, la riflessione maturata in dottrina, così come le soluzioni emerse nella prassi notarile hanno posto in evidenza come allo statuto possa riconoscersi un margine significativo di autonomia nella disciplina delle modalità di esercizio del potere di nomina degli amministratori, purché queste siano funzionali a consentire l'espressione di preferenze da parte di specifiche categorie di azionisti, senza per questo svilire il ruolo centrale e insopprimibile dell'assemblea quale sede unitaria delle decisioni. Ne deriva, dunque, la necessità di interrogarsi se – e fino a che punto – le previsioni statutarie che introducono deroghe o modulazioni al principio di unitarietà del procedimento assembleare possano ritenersi compatibili con gli assetti organizzativi indefettibili predisposti dal legislatore per garantire il corretto svolgimento delle funzioni assembleari

Appare pertanto necessario sviluppare un'analisi più approfondita e sistematica.

3.– La configurazione di poteri extra–assembleari di nomina, a favore di altri organi societari o di singoli soci o terzi

In luogo della riserva di specifiche posizioni nell'ambito del procedimento assembleare di nomina, subordinata alla titolarità di una determinata categoria di azioni, si riscontra

talvolta nella prassi l'attribuzione di un vero e proprio potere di nomina *extra-assembleare* in favore di soci individuati nominativamente¹⁴.

L'ammissibilità di questa ultima tipologia di previsioni deve essere recisamente esclusa, in quanto lesiva del principio – ancora, da ritenersi inderogabile – della competenza esclusiva dell'assemblea in materia di nomina degli organi sociali. Al di fuori delle ipotesi derogatorie espressamente previste dal legislatore e già richiamate, infatti, l'ordinamento delle società per azioni non consente l'attribuzione di diritti particolari concernenti la nomina degli amministratori¹⁵.

Sebbene in prospettiva comparata non manchino ordinamenti – anche affini a quello italiano – che, nella direzione di una marcata “personalizzazione” del modello societario, ammettono la possibilità di attribuire statutariamente diritti particolari di nomina in capo a singoli azionisti o a soggetti terzi, dunque, una simile opzione risulta preclusa nel contesto domestico¹⁶. La costante riaffermazione, da parte della dottrina e della giurisprudenza, del carattere inderogabile della competenza assembleare in materia di nomina degli organi sociali impedisce infatti di riconoscere allo statuto margini di autonomia in tal senso.

Resta, per converso, pienamente ammissibile che – sul piano pattizio – si rafforzi l'incidenza di determinati soci ovvero di terzi finanziatori nella determinazione della composizione degli organi societari, attraverso la stipulazione di appositi patti parasociali, anche con riguardo alla nomina degli amministratori¹⁷. È noto, del resto, come proprio in ragione di un orientamento giurisprudenziale tradizionalmente refrattario ad attribuire a gruppi di soci poteri di nomina, e dell'eccezionalità riconosciuta dall'ordinamento all'istituto della nomina diretta, abbiano ricevuto significativo impulso le convenzioni di

¹⁴ Su casi di designazione extra-assembleare, v. SANFILIPPO, *Funzione*, cit., 353 ss., testo e nt. 246, con richiamo alla sentenza App. Milano, 27 agosto 1969, concernente la modifica statutaria finalizzata ad attribuire il potere di nomina di due amministratori a due gruppi di soci distinti: «uno... da quello dei signori (...) [cinque soggetti nominativamente indicati] o discendenti legittimi dagli ultimi quattro, che rivesta (o rivestano) la qualità di socio, mentre l'altro sarà nominato da quello o da quelli dei signori (...) [tre soggetti nominativamente indicati] (o discendenti legittimi degli ultimi due) che rivesta (o rivestano) la qualità di soci».

¹⁵ A differenza delle ampie aperture che, con profonda innovazione, la riforma del 2003 ha introdotto per il solo tipo s.r.l. (art. 2468, co. 3, c.c.), su cui cfr. REGOLI, *Gli amministratori*, in IBBA–MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. II, Milano, 2020, 1703 ss.

¹⁶ PORTALE, *Tra diritto dell'impresa e metamorfosi della s.p.a.*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, I, 137 ss.; RIVOLTA, *Diritto delle società*, cit., 205 s., e nt. 86. Diversamente, RESCIO, *Tetti di voto, tetti di partecipazione*, in BRIOLINI (a cura di), *Principio capitalistico. Quo vadis?*, Torino, 2017, 246; CIAN–SANDEI, sub *art. 2348 c.c.*, cit., 909 s. Per la liceità di previsioni parasociali, Cass. civ. sez. I, 23/1172021, n. 36092.

¹⁷ SANFILIPPO–ARCIDIACONO, *Il rapporto*, cit., 1750.

voto dirette a perseguire risultati analoghi, sebbene funzionalmente differenziati, talora estese fino a disciplinare i criteri di assegnazione delle cariche all'interno del consiglio di amministrazione. Tali convenzioni, tuttavia, rimangono estranee all'ambito della presente indagine, non assumendo quel carattere *reale* proprio delle previsioni statutarie e non essendo pertanto idonee a incidere direttamente sul procedimento assembleare di nomina.

4.– Il coordinamento tra «norme particolari» e meccanismo della cooptazione

Sul tema si pone una questione ulteriore nell'ipotesi in cui lo statuto preveda norme particolari per la nomina degli amministratori (art. 2368, co. 1, c.c.; v., *supra*, Capitolo 1), senza tuttavia disciplinare espressamente il meccanismo della cooptazione¹⁸.

È noto come l'istituto della cooptazione – consentendo al consiglio di amministrazione di integrare la propria composizione in caso di cessazione anticipata di uno o più suoi componenti – configuri una deroga alla regola generale della competenza assembleare, attribuendo al consiglio il potere di sostituire amministratori venuti meno, purché si tratti di una minoranza dei membri originari¹⁹. Tale deroga si presenta, però, di natura eccezionale e rigorosamente circoscritta²⁰.

¹⁸ SANFILIPPO, *Funzione*, cit., 296 ss. definisce controversa la prassi – risalente già al vigore del codice civile del 1942 – che attribuisce al consiglio di amministrazione il potere di autointegrarsi in relazione ai seggi non coperti per nomina assembleare, in evidente deroga al principio della competenza esclusiva dell'assemblea in materia. Tale prassi, in particolare in contesti di gruppo, ha talora trovato applicazione anche in epoca risalente, mediante il conferimento assembleare al consiglio del potere di nominare gli amministratori residui non eletti: in proposito.

¹⁹ L'amministratore cooptato, al pari di quello eletto dall'assemblea, riveste la carica *optimo iure* (COTTINO, *Diritto societario*, cit., 434), ma se ne distingue per la durata temporanea dell'incarico, che si estende sino all'assemblea immediatamente successiva alla nomina, che potrà eventualmente procedere alla sua conferma, anche in forma implicita: cfr. Cass. civ. sez. lav., 29 marzo 2001, n. 4662; GHEZZI, sub art. 2386 c.c., in GHEZZI (a cura di), *Amministratori*, in MARCHETTI–BIANCHI–GHEZZI–NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2005, 263, nt. 50. In assenza di una diversa previsione statutaria o di una deliberazione assembleare in senso contrario si ritiene che debba applicarsi, come disposto dal comma 3 dell'articolo in commento, la regola della scadenza simultanea con gli altri amministratori in carica, non solo per il sostituto nominato dall'assemblea nei casi di cessazione della maggioranza dei componenti (comma 2), ma anche per il consigliere cooptato e poi confermato dall'assemblea (comma 1). *Contra*, Cass. civ., sez. I, 04/03/1994, n. 2144, in *Giur. comm.*, 1994, II, 641, con nota critica di Corsi; GHEZZI, sub art. 2386 c.c., cit., 263, nt. 51.

²⁰ L'organo gestorio, pertanto, non può ritenersi legittimato – al di fuori dei presupposti tassativamente previsti – ad assumere iniziative in ordine alla nomina degli amministratori, tanto più in presenza di un'assemblea ritualmente convocata e posta in condizione di deliberare, ma rimasta inerte nell'esercizio della propria funzione: sul punto si rinvia a SANFILIPPO–ARCIDIACONO, *Il rapporto*, cit., 1773 ss. Ne consegue che deve parimenti ritenersi invalida la clausola statutaria che affidi al consiglio di amministrazione una sorta di delega assembleare volta a completare, mediante cooptazione, la nomina dei componenti alla cui elezione non abbia provveduto l'assemblea: SANFILIPPO, *Funzione amministrativa*, cit., 296 ss.; SANTAGATA, *Autonomia privata e formazione dei gruppi nelle società di capitali*, in ABBADESSA–PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, vol. 3, Torino, 2006, 824 s. e nt. 60. Il ricorso al procedimento di cooptazione non risulta ammissibile qualora la

Non pare infatti potersi seriamente dubitare che sia la stessa natura transitoria della cooptazione a rivelarne il carattere derogatorio rispetto alla competenza assembleare: essa è giustificata soltanto in presenza di vacanze nell'organo gestorio determinate da eventi impreveduti e imprevedibili, non anche nei casi in cui l'assemblea, pur legittimata, ometta di provvedere alla nomina. D'altra parte, neppure l'intervento autorizzativo del collegio sindacale previsto dall'articolo 2386, comma 1, c.c.²¹, può ritenersi sufficiente a colmare il *vulnus* derivante dalla mancata attivazione del procedimento assembleare: la tutela del diritto di partecipazione dell'intera compagine sociale nella formazione dell'organo amministrativo trova infatti garanzia essenziale nella riserva di competenza assembleare, alla quale non è lecito derogare oltre i limiti stabiliti dalla legge.

In tali circostanze la lacuna dovrebbe essere colmata alla luce del principio di *meritevolezza*, sicché la cooptazione potrà considerarsi legittima solo nella misura in cui risulti conforme alle *norme particolari* previste dallo statuto per la nomina²².

Tuttavia, in alcuni casi – in particolare, in caso di nomina da parte di *titolari* di azioni appartenenti a *categorie speciali* – l'operatività del meccanismo di cooptazione potrebbe risultare di fatto preclusa²³. Si è correttamente osservato che anche ipotizzando in capo agli amministratori superstiti un onere di preventiva consultazione degli *azionisti elettori* dell'amministratore venuto meno²⁴, si finirebbe infatti per snaturare la funzione propria della cooptazione, che per sua natura è improntata a immediatezza, temporaneità e autonomia, e non tollera l'intervento di soggetti estranei al consiglio o al collegio sindacale.

cessazione dalla carica non si verifichi «nel corso dell'esercizio»: cit. VISENTINI, *L'amministrazione della società per azioni*, Roma, 2016, 32, come nel caso in cui essa derivi dalla scadenza non contestuale del termine, in conformità alla facoltà riconosciuta dal terzo comma dell'articolo in esame.

²¹ L'eccezionalità della deroga, d'altronde, giustifica l'attribuzione al collegio sindacale di un ruolo particolarmente significativo nel procedimento di cooptazione, che si traduce nella possibilità di intervenire nel merito della scelta del nuovo componente: GUIZZI, *Nomina degli amministratori e cooptazione*, in LIBONATI (a cura di), *Amministrazione e amministratori di società per azioni*, Milano, 1995, 70 s.

²² REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, in ABBADESSA–PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gianfranco Campobasso, vol. 2, Torino, 2006, 419 s.; FRANZONI, sub *art. 2386 c.c.*, in GALGANO (a cura di), *Commentario del Codice Civile Scialoja–Branca*, tomo III, vol. I, Bologna–Roma, 2008, 263, sebbene l'A. faccia riferimento al criterio di *buona fede*.

²³ Cfr. SANFILIPPO–ARCIDIACONO, *Il rapporto*, cit., 1760 ss., testo e nt. 136. In tali ipotesi, l'unica soluzione risiede in una previsione statutaria *ad hoc*, che imponga, ad esempio, la cooptazione del primo dei non eletti nella lista di minoranza: FRANZONI, sub *art. 2386*, cit., 263; GHEZZI, sub *art. 2386 c.c.*, cit., 254.

²⁴ GHEZZI, sub *art. 2386 c.c.*, cit., 254 s. e nt. 25.

In simili ipotesi, dunque, sembra preferibile rimettere la sostituzione dell'amministratore alla sede assembleare, nel rispetto delle modalità elettive originarie²⁵.

5.– *Esercizio assembleare della nomina e unitarietà del procedimento deliberativo*

Ai fini dello sviluppo dell'indagine, conviene prendere le mosse da una constatazione preliminare di carattere strutturale. Il procedimento elettorale volto alla designazione dei componenti del consiglio di amministrazione si articola, per sua stessa natura, in una sequenza di atti di investitura, che danno luogo a una pluralità di *deliberandi* riconducibili all'assemblea. In questo quadro, gli statuti che introducono sistemi di nomina differenziata per *categorie* di azioni *sub a)*, *sub b)* e *sub c)* operano, in concreto, una segmentazione delle decisioni relative all'assegnazione dei singoli seggi consiliari, distribuendone l'esercizio tra porzioni distinte della compagine sociale.

Alla luce delle osservazioni già formulate nel Capitolo precedente, un simile esito non appare, di per sé, incompatibile con i principi che governano l'organizzazione della società per azioni. Il principio di competenza assembleare in materia di nomina, letto nella sua dimensione procedimentale, circoscrive infatti l'autonomia statutaria entro confini ben delineati, imponendo che l'*iter* elettivo si sviluppi comunque attraverso le forme collegiali proprie dell'organo competente alla designazione, così da preservare l'unitarietà e la legittimazione delle decisioni assunte.

L'individuazione dei limiti non valicabili dall'autonomia statutaria risulta più agevole se si richiama quanto già osservato in ordine al principio in esame, quale strumento di tutela di interessi propri di ciascun socio, in virtù dell'intrinseco richiamo alla collegialità dell'organo. Tali interessi si declinano, *da un lato*, nel controllo sul procedimento deliberativo di nomina e, *dall'altro*, nella partecipazione alle scelte di merito relative ai soggetti da nominare, sia nella fase di discussione, sia – laddove sussistano determinati livelli di partecipazione azionaria – nella stessa decisione finale. Ed è evidente che il pieno soddisfacimento di tali interessi presuppone un minimo di *unitarietà* del procedimento deliberativo.

²⁵ SANFILIPPO–ARCIDIACONO, *Il rapporto*, cit., 1760 ss. ha osservato che l'autonomia statutaria può prevenire la paralisi gestionale prevedendo, accanto alla nomina degli amministratori effettivi, anche quella di supplenti, destinati a subentrare in caso di cessazione anticipata per la restante durata del mandato. Tali meccanismi assicurano continuità nella funzione gestoria e preservano l'equilibrio consiliare, evitando la necessità di una nuova convocazione assembleare (sul punto, anche SANFILIPPO, *Funzione*, cit., 274 ss.).

Occorre pertanto stabilire in che misura la frammentazione delle fasi del procedimento assembleare possa incidere sulla salvaguardia di interessi che l'ordinamento non ammette siano compresi.

6.– *Nomina mediante votazione separata nell'ambito della stessa riunione assembleare*

A ben vedere, il requisito dell'unitarietà dell'assemblea si manifesta con intensità e finalità differenti nelle varie fasi del procedimento deliberativo.

Nelle fasi di apertura e di chiusura esso svolge prevalentemente una funzione *formale*, volta a imputare la decisione all'organo assembleare – e, per suo tramite, alla società. È invece nella fase centrale della deliberazione che l'unitarietà assume un rilievo propriamente *sostanziale*, traducendosi nella regola secondo cui la maggioranza deve essere calcolata sull'intero capitale sociale. Tale regola, espressione di una precisa opzione legislativa, trova la propria *ratio* nell'esigenza – emersa chiaramente anche dall'evoluzione storica della disciplina – di impedire che una parte significativa, e persino maggioritaria, del capitale venga esclusa dalla partecipazione alle decisioni fondamentali della società.

In ogni caso, prescindendo per ora dal suo fondamento assiologico (profilo sul quale ci si soffermerà nel successivo Capitolo 3), la regola di maggioranza si configura quale strumento tecnico–organizzativo destinato ad assicurare il regolare svolgimento del procedimento deliberativo²⁶. Nulla osta, pertanto, a che essa venga riferita a una frazione soltanto del capitale sociale, qualora la votazione risulti strutturalmente riservata a una parte determinata della compagine azionaria.

In particolare, quando l'assemblea è chiamata a deliberare su una pluralità di nomine consiliari, ciascuna di esse può costituire un autonomo oggetto di decisione. La dottrina ha, in tal senso, opportunamente riconosciuto la possibilità di articolare, nell'ambito della medesima seduta assembleare, votazioni distinte per ciascun atto di investitura, con una legittimazione al voto modulata di volta in volta in ragione della serie azionaria di appartenenza.

Ne consegue che – entro i limiti sostanziali che verranno delineati nel successivo Capitolo 3 – gli statuti possono legittimamente individuare le categorie di azioni titolari

²⁶ Appaiono, dunque, compatibili con l'anzidetta impostazione legislativa quelle clausole statutarie che – pur incidendo sulla struttura della fase deliberativa – si propongono di rafforzare la partecipazione dei soci estranei al gruppo di controllo all'interno del procedimento assembleare.

del diritto di voto rispetto a ciascuno dei *deliberandi*, così come quelle escluse da tale prerogativa. Una simile scomposizione della fase decisionale, scandita in una sequenza di deliberazioni riservate a differenti *categorie* di soci, non sembra idonea a pregiudicare né l'*unitarietà* della fase deliberativa, né quella complessiva del procedimento assembleare. *Resta tuttavia un profilo problematico.*

È stato osservato che la limitazione del diritto di voto a determinate categorie di azioni può tradursi, in via speculare, in una riduzione delle prerogative di intervento e partecipazione alla discussione per i soci esclusi dalla votazione relativa alla nomina degli amministratori riservata a quella specifica serie di azioni²⁷.

Da tempo, infatti, la dottrina si interroga se agli azionisti titolari di azioni a voto limitato spetti, o meno, un vero e proprio diritto alla discussione in assemblea.

L'ordinamento, peraltro, sembra orientarsi nel senso della compatibilità con i principi societari del riconoscimento del diritto di prendere parte alla discussione anche per quei soci privi della facoltà di voto in relazione ai seggi consiliari oggetto di designazione²⁸. In tale prospettiva, qualora lo statuto riservi specifici seggi in consiglio a determinate categorie di azioni, non pare giustificabile l'esclusione dal dibattito assembleare di coloro che, pur non esercitando il voto su quella deliberazione, restano portatori di un interesse qualificato alla formazione della volontà sociale. Ne consegue che negare ai titolari di *determinate categorie di azioni* la possibilità *intervenire* nella *discussione* assembleare, anche quando siano esclusi dalla votazione relativa alla nomina di specifici componenti dell'organo amministrativo, risulterebbe in contrasto con i principi del modello organizzativo della società per azioni.

Ad ogni modo, secondo l'orientamento oggi prevalente, gli azionisti esclusi dal diritto di voto in relazione alla nomina di determinati amministratori devono comunque beneficiare, quantomeno, di un diritto di *intervento volto a garantire il controllo sul*

²⁷ Analoga *riduzione* si verifica per i soci esclusi dalla votazione relativa alla nomina degli amministratori riservata a quella specifica serie di azioni speciali in occasione delle nomine non riservate alla loro categoria, spettanti agli altri componenti della compagine azionaria

²⁸ Sul piano degli interessi tutelati va riconosciuto che non può essere precluso il momento della discussione in un procedimento elettorale che, per il principio di competenza assembleare, deve svolgersi nell'ambito di un collegio perfetto, pena la negazione stessa della funzione del *metodo assembleare*, che si mostra il più idoneo per la formazione di una deliberazione che non sia la semplice somma algebrica di voti positivi e negativi, ma la risultante di una discussione e di un contraddittorio utili alla reciproca informazione e chiarificazione fra i soci.

*corretto svolgimento del procedimento deliberativo*²⁹. Dunque, a prescindere dalla soluzione che si intenda accogliere in via generale – e pur volendo limitare tale diritto di intervento a una funzione meramente procedurale di *vigilanza*, piuttosto che a un interesse diffuso comprensivo della *discussione* –, resta fermo che la sola restrizione del diritto di voto non può comportare una compressione assoluta della facoltà di intervento in assemblea.

In questa prospettiva, ne risulta implicitamente come l'ordinamento ammetta, non solo che la fase di decisione risulti disarticolata, ma anche che difetti un nesso di sovrapposizione fra (chi interviene nella) fase di discussione e (chi ha il potere di concorrere alla) fase di decisione, purché il procedimento conservi un minimo comune denominatore di *unitarietà* tra la fase iniziale e quella conclusiva³⁰.

Non sorprende, allora, che anche la dottrina più rigorosa nel ritenere inderogabile, al di fuori delle eccezioni espressamente previste, il principio della competenza assembleare ammetta la legittimità delle clausole statutarie che regolano la nomina del Consiglio di amministrazione, purché tale nomina si realizzi nell'ambito di un'unica riunione assembleare. In tali ipotesi, – si dice – non si deroga all'unitarietà dell'organo deliberante

²⁹ Nel senso dell'affermazione del diritto di intervento per le azioni a voto limitato, G.F.CAMPOBASSO, *Diritto delle società*, cit., 202 ss. Minoritaria risultava la tesi contraria al riconoscimento del diritto di intervento agli azionisti privi del voto che si fondava, *per un verso*, sull'inesistenza di un autonomo diritto di informazione in capo al socio a voto limitato e, *per altro verso*, sull'assenza di norme imperative in materia. Tale impostazione tuttavia trascura l'interesse al *controllo* sul procedimento, insito nelle forme collegiali e concretantesi anche nel diritto di intervento, funzionale a sua volta all'esercizio del diritto di impugnazione, attraverso i quali l'interesse al *controllo* trova ulteriore forma di soddisfazione, segnatamente nella rimozione di deliberazioni non gradite al socio per il loro contenuto e assunte in violazione delle regole che limitano l'operatività della regola di maggioranza. La correlazione della tutela di tali interessi con la cogenza delle forme collegiali impedisce di aderire a quelle opinioni che postulano la disponibilità del diritto di intervento. A tali opinioni deve replicarsi che la riconducibilità a interessi propri del socio non implica di per sé la derogabilità della relativa disciplina, non potendosi negare che anche posizioni di interesse individuale ricevano tutela inderogabile dall'ordinamento in quanto funzionali alla protezione di interessi indisponibili dall'autonomia privata (cfr. MIRONE, *Il procedimento*, cit., 115, nt. 144; SERRA, *L'assemblea*, cit., 55 ss.).

³⁰ In questa direzione depone, *inter alia*, l'istituto del voto per corrispondenza (art. 127 TUF), attraverso il quale il legislatore ha dato mostra di considerare compatibili con il procedimento assembleare anche clausole che introducano modalità di partecipazione all'assemblea che escludono, per definizione, la coincidenza fra i soci che votano e quelli che discutono. Ciò che qui interessa rilevare è che la disarticolazione tra la fase di decisione e quella di discussione, testimoniata dall'istituto in parola, contraddice la tesi che ravvisa un nesso inscindibile fra diritto di voto e diritto di discussione, potendo non coincidere i rispettivi ambiti soggettivi di titolarità, pur restando ferme le forme collegiali del procedimento deliberativo.

(: l'assemblea generale dei soci), bensì alla struttura interna del procedimento decisionale³¹.

Il profilo di maggiore criticità si manifesta, tuttavia, nei casi in cui la coerenza interna del procedimento venga integralmente meno, come accade nelle ipotesi di assemblee separate per la nomina: tali soluzioni, su cui ci si soffermerà nel paragrafo che segue, determinano una frammentazione del procedimento e si pongono in evidente tensione con l'impianto unitario delineato dal legislatore per il funzionamento dell'assemblea.

7.– Nomina in assemblea separata cui partecipano esclusivamente i titolari delle azioni munite di tale prerogativa

Anche qualora si volesse negare ai singoli azionisti la titolarità di un diritto autonomo alla discussione in ordine a *tutte* le candidature proposte per la copertura dei seggi consiliari, si è detto che è pacificamente riconosciuto che non possa in alcun caso essere esclusa – neppure in simili circostanze – la facoltà di ciascun socio di esercitare un *controllo sull'intero procedimento elettorale*, comprensivo altresì delle designazioni riservate a categorie azionarie cui egli non appartenga.

Tale interesse trova tutela *non soltanto* attraverso il diritto di intervento in assemblea, *ma anche* per il tramite della partecipazione – diretta o mediata – alla fase conclusiva di proclamazione e verbalizzazione dei risultati, *nonché* mediante l'eventuale esperimento degli strumenti giurisdizionali di impugnazione delle deliberazioni.

In questa prospettiva, il principio di competenza assembleare in materia di nomina degli organi sociali, osservato sotto il profilo procedimentale, si configura quale limite inderogabile all'autonomia statutaria, imponendo che a ciascun socio sia garantita la possibilità di vigilare *quantomeno* sul corretto svolgimento dell'intero processo di formazione della volontà sociale in ordine alla nomina degli amministratori³². Ne consegue che l'ipotesi di una nomina affidata a un'assemblea separata, cui prendano parte esclusivamente i titolari delle azioni munite della relativa prerogativa, si porrebbe inevitabilmente in tensione con i principi generali dell'ordinamento societario, giacché determinerebbe una significativa compressione delle prerogative di controllo spettanti

³¹ Sul punto cfr. SANFILIPPO–ARCIDIACONO, *Il rapporto*, cit., 1746 ss., nonché SANFILIPPO, *Funzione*, cit., 336.

³² SANFILIPPO, *Funzione*, cit., 345, nt. 218, correttamente rileva che ciò vale anche laddove si reputino condivisibili le posizioni dottrinali che, in via generale, sostengono la disponibilità di tale diritto.

alla generalità dei soci e, in ultima analisi, del principio stesso di unitarietà dell'assemblea³³.

Non può sostenersi, in senso contrario, che la qualificazione delle serie azionarie contenenti posizioni speciali di nomina come «*categorie di azioni*» ai sensi dell'articolo 2376 c.c. comporti automaticamente l'obbligo di procedere alla nomina degli amministratori riservati a tale gruppo esclusivamente nell'ambito dell'assemblea speciale di categoria, legittimando così una frattura nell'*unitarietà* del procedimento assembleare.

Sotto il profilo sistematico, desta infatti perplessità l'idea di utilizzare tale istituto quale sede naturale per l'articolazione del procedimento di nomina.

Le assemblee speciali, configurandosi come variante delle votazioni separate, sono concepite per offrire una sede deliberativa autonoma, nella quale i soli azionisti di una determinata categoria possano esprimersi su interessi comuni e differenziati, al riparo da interferenze esterne. In tali assemblee, per definizione, è escluso il diritto di intervento e, conseguentemente, di discussione, da parte dei soci non appartenenti alla *categoria*, rendendo impossibile qualsiasi confronto o interlocuzione tra i membri della compagine sociale³⁴. Tuttavia, tali interessi non sembrano sussistere nella materia della nomina degli amministratori, la quale si colloca su un piano distinto, estraneo alla logica che presiede alla disciplina delle assemblee speciali.

Inoltre, non essendovi un momento unitario di proclamazione e verbalizzazione degli esiti³⁵, risulta fortemente incerta la possibilità, per i soci esclusi, di esperire strumenti di impugnazione, con evidenti ricadute sul piano delle garanzie partecipative e del controllo di legalità del procedimento³⁶. Una simile articolazione procedimentale risulterebbe

³³ La giurisprudenza si è pronunciata per l'inammissibilità di clausole statutarie che prevedano nomine separate per categorie di azioni, sin dal precedente più risalente: Cass. 10 agosto 1934, n. 3311, secondo cui è nulla la clausola statutaria «*in base a cui alcuni amministratori debbono essere eletti dai portatori di una data categoria di azioni e altri dai soci portatori di altra categoria*»; in termini, Trib. Verona, 18 dicembre 1987, nonché Trib. Venezia, 4 marzo 1989, per cui la riserva della nomina di un membro del consiglio di amministrazione (e del collegio sindacale) «*da deliberare quindi nell'ambito di speciali e separate assemblee (...) contrasta con la definizione normativa unitaria dell'organo assembleare, strutturato con la potenziale partecipazione di tutti i soci aventi diritto di voto*».

³⁴ Fra tutti MIGNOLI, *Le assemblee*, cit., 325.

³⁵ Ove le deliberazioni siano adottate in assemblee separate, i soci privi del diritto di intervento in quelle sedi non avrebbero, per definizione, la possibilità di formulare osservazioni o di motivare il proprio dissenso sulla verbalizzazione. Né la verbalizzazione stessa potrebbe dirsi unitaria, non potendo provenire da soggetti che abbiano contestualmente presenziato allo svolgimento di tutte le assemblee separate.

³⁶ In tema di legittimazione attiva all'impugnazione delle deliberazioni di assemblea speciale, v. MIGNOLI, *Le assemblee*, cit., 341 ss., criticamente rispetto all'ipotesi di estensione della legittimazione anche ai soci non appartenenti alla categoria. Diversamente, nelle ipotesi di votazioni separate, non sembrano potersi porre dubbi circa la legittimazione di tutti i soci *ex art.* 2377.

inidonea a garantire a tutti i soci – in particolare a quelli estranei al gruppo o alla categoria interessata – un’effettiva partecipazione alla discussione e un adeguato controllo sull’intero processo deliberativo.

Sono pertanto i principi fondamentali che governano il procedimento assembleare a precludere che l’autonomia statutaria possa legittimamente introdurre *assemblee separate* per la nomina di amministratori da parte di determinate *categorie* di azioni.

Come già in parte anticipato (cfr. Capitolo 1, paragrafi 5.1.1 e 5.1.2), la legittimità di una nomina effettuata al di fuori dell’assemblea generale non può trovare fondamento *neppure* per analogia con le disposizioni relative agli strumenti finanziari partecipativi (art. 2351, co. 5, c.c.), o con quelle che attribuiscono un potere di nomina allo Stato o ad altri enti pubblici nelle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (art. 2449 c.c.)³⁷.

A tal ultimo riguardo, la nomina extra–assembleare costituisce il *proprium* del potere del socio pubblico e, per contro, non risulta riconosciuta con riferimento alle azioni oggetto della presente indagine, rispetto alle quali non si rinviene alcun fondamento normativo – *né* nell’art. 2382 *né* nell’art. 2400 c.c. – idoneo a giustificare una deroga alla regola generale della nomina assembleare³⁸.

Non appare altresì condivisibile l’argomento secondo cui, muovendo dalla disciplina degli strumenti finanziari partecipativi³⁹, si potrebbe ritenere implicitamente ammessa

³⁷ Né appare pertinente, in tale contesto, il richiamo all’istituto delle assemblee separate previsto nel diritto delle società cooperative, la cui struttura e finalità si rivelano del tutto estranee – sia sul piano funzionale che sistematico – alla disciplina delle società per azioni e alla fattispecie qui in esame. In quel contesto, infatti, le assemblee separate costituiscono una fase di un procedimento deliberativo strutturato su due livelli, ma comunque unitario rispetto all’oggetto della deliberazione, la cui decisione finale è rimessa all’assemblea generale, consentendo così di preservare la coerenza e l’omogeneità nella formazione della volontà sociale.

³⁸ Quanto alla natura extra–assembleare della nomina, v. DONATIVI, *La nomina*, cit., 62 ss.; IBBA–DEMURO, sub *art. 2449 c.c.*, cit., 2836; mentre, nel sistema dualistico tale facoltà può riguardare sia il consiglio di sorveglianza sia il consiglio di gestione (DONATIVI, *La nomina*, cit., 83); nel sistema monistico, il socio pubblico può nominare soltanto gli amministratori, spettando poi al collegio designare i componenti del comitato: è tuttavia possibile, in via statutaria, che la scelta avvenga tra gli amministratori di nomina pubblica (IBBA–DEMURO, sub *art. 2449 c.c.*, cit., 2843).

³⁹ Rispetto a questi ultimi, piuttosto, rimane incerto se la nomina debba avvenire necessariamente in via extra–assembleare, ovvero se l’assemblea generale possa articolarsi in modo da consentire ai possessori di strumenti finanziari partecipativi di designare, in quella sede, il componente loro riservato. Per ulteriori approfondimenti v. VALZER, sub *art. 2346, co. 4 e 5 c.c.*, in ABBADESSA–PORTALE (a cura di), *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, I, Milano, 2016, 497 ss. Secondo l’opinione prevalente, i possessori di tali strumenti provvedono alla nomina mediante un atto esterno all’assemblea generale, già di per sé pienamente efficace: LAMANDINI, *Autonomia negoziale*, cit., 519 ss., ivi 533; CIAN, *Investitori*, cit. 751; ABRIANI, *Le azioni e gli altri*, cit., 346). Diversamente, TOMBARI, *Strumenti finanziari “partecipativi”*, cit., 143 ss., spec., 158, ritiene che l’atto debba comunque essere recepito dall’assemblea

anche per i titolari di azioni cui è riconosciuto un diritto speciale in materia di nomina degli amministratori la facoltà di esercitare tale diritto al di fuori dell'assemblea⁴⁰. Una simile trasposizione analogica si fonda, in realtà, su presupposti metodologicamente fragili: mentre la speciale attribuzione del diritto di nomina agli strumenti finanziari partecipativi può essere giustificata dalla necessità di garantire un margine di partecipazione a chi, altrimenti, ne sarebbe privo – situazione in cui il nodo centrale attiene alla compatibilità dell'intervento in assemblea con i principi generali dell'ordinamento –, la ripartizione di potere tra i soci resta affidata alle regole ordinarie. In quest'ultimo caso, dunque, si tratterebbe di giustificare un superamento del ruolo centrale che l'ordinamento attribuisce all'assemblea quale sede naturale di espressione della volontà collettiva e, più in generale, di attuazione del contratto sociale.

Appare quindi preferibile condividere l'orientamento dottrinale che interpreta la clausola di salvaguardia prevista dall'art. 2351 c.c. come riferita esclusivamente al potere di nomina spettante ai titolari di strumenti finanziari partecipativi.

Se si accolgono tali premesse e si riconosce, come già evidenziato, la perdurante centralità del principio di competenza esclusiva dell'assemblea in materia di nomina (artt. 2364, 2364–bis, 2383, 2400, 2409–*duodecies* c.c.), ne consegue l'impossibilità di ricondurre la nomina extra–assembleare al novero delle «*norme particolari*» cui fa rinvio l'art. 2368 c.c.

La dottrina, del resto, ha da tempo escluso che tali disposizioni possano giustificare un'esautorazione dell'assemblea dalle proprie attribuzioni fondamentali⁴¹, e tale rilievo conserva piena validità anche alla luce del mutato contesto normativo, caratterizzato da una più ampia apertura all'autonomia statutaria nella definizione dei diritti connessi alle azioni e nella possibilità di attribuire prerogative sociali a soggetti estranei alla compagine azionaria. Poiché solo il rispetto dell'*unitarietà* procedimentale garantisce a ogni socio la possibilità di esercitare (*non solo* un potere partecipativo, *ma anche*) un interesse al

degli azionisti per acquisire efficacia. In senso ancora differente, STAGNO D'ALCONTRES, sub *art. 2351 c.c.*, cit., 301 ss., spec., 313, sostiene che la riunione dei possessori di strumenti finanziari partecipativi ai fini della nomina dovrebbe essere organizzata come assemblea settoriale disciplinata dallo statuto, non già secondo le regole delle assemblee speciali *ex art. 2376 c.c.*, che invece vengono applicate da FERRI jr., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 805 ss., ivi, 827. Ancora, LOLLI, sub *art. 2351 c.c.*, cit., 190 ss., spec., 207 ammette entrambe le possibilità: la nomina all'interno dell'assemblea generale ovvero in un'assemblea speciale dei possessori degli strumenti finanziari partecipativi.

⁴⁰ In tal senso SANFILIPPO, *Sistemi*, cit., 729 ss., spec., 734.

⁴¹ CASELLI, *Problemi*, cit., 82.

controllo sull'intero processo deliberativo di nomina, l'esigenza di assicurare a determinate *categorie* di azioni una specifica incidenza nella nomina degli amministratori potrà trovare legittima espressione attraverso clausole statutarie *sub a)* che prevedano *votazioni separate*, purché svolte nell'ambito della *medesima assemblea generale*⁴².

Per non svuotare di significato il principio della competenza assembleare, occorre almeno riconoscere all'assemblea il ruolo di tutelare alcune posizioni soggettive di tutti i soci coinvolti nel processo di nomina, comprese quelle dei soggetti cui sono imposte limitazioni al diritto di voto nella selezione dei membri del consiglio. Questo processo, per sua natura, comporta la gestione di *interessi comuni dei soci* in quanto tali e implica, in particolare, non solo la possibilità per ciascun socio di *verificare la regolarità del procedimento attraverso l'impugnazione* di una deliberazione di nomina "unitaria" formalizzata in verbale, ma anche la garanzia di un *livello minimo di partecipazione* di tutti, mediante il *diritto di intervento e di discussione in assemblea*.

In questa prospettiva, deve escludersi che l'ordinamento possa legittimare la costituzione di assemblee separate, autonome rispetto a quella generale, deputate alla deliberazione sulla nomina degli amministratori⁴³. In tal caso, infatti, l'intervento in assemblea e la possibilità di impugnazione sarebbero circoscritti esclusivamente ai titolari delle azioni appartenenti alla categoria interessata, determinando l'esclusione degli altri soci da snodi decisionali fondamentali nella vita della società.

Un simile meccanismo comprometterebbe, dunque, in misura rilevante l'*unitarietà* del procedimento deliberativo, determinando una duplice compressione di interessi che

⁴² Data l'unitarietà della deliberazione di nomina, l'assemblea generale deve ritenersi validamente costituita in base a un unico *quorum* strutturale, computandosi le azioni che attribuiscono il diritto di voto anche se esercitabile soltanto per l'elezione di alcuni seggi. Non può ritenersi integrata in tal caso l'ipotesi delineata dall'articolo 2368, comma 1, c.c., che vuole escluse da tale computo «*le azioni prive del diritto di voto nell'assemblea medesima*», poiché – come si specificherà nel successivo Capitolo 3 – le azioni cui è riconosciuto il diritto di designare soltanto alcuni amministratori non si identificano con la fattispecie di «*azioni senza diritto di voto*». Invero, il *quorum* costitutivo deve essere verificato all'inizio dell'assemblea con riguardo a tutti gli argomenti iscritti all'ordine del giorno, e soltanto le azioni escluse dal voto su tutte le materie di competenza dell'assemblea ordinaria restano estranee a tale computo.

⁴³ MAUGERI, *Azioni di risparmio*, cit., 1305 s.; SANFILIPPO, *Sistemi*, cit., 733 ss.; ID., *Funzione*, cit., 336 ss.; CIOCCA, *Il voto di lista*, cit., 275 ss.; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto delle società*, cit., 359; CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione*, cit., 14 s. e nt. 15; ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a Libertini*, t. 1, 2015, 9. Diversamente, per l'ammissibilità della nomina per assemblee speciali, LENER-TUCCI, *La nuova disciplina*, cit., 555; NAZZICONE, sub art. 2383 c.c., in LO CASCIO (a cura di), *La riforma del diritto societario*, 2003, Milano, 2849; PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti*, cit., 1299; ABRIANI, sub art. 2351 c.c., cit., 325; MONTAGNANI, sub art. 2383 c.c., cit., 150; NOTARI, *Le categorie*, cit., 612, nt. 388; ABRIANI, *Le azioni e gli altri*, cit., 309 s.

l'ordinamento considera indisponibili: *da un lato*, il diritto di ciascun socio a partecipare all'intero processo di selezione dei componenti dell'organo gestorio⁴⁴; *dall'altro*, quello a esercitare un controllo effettivo sulla correttezza e legittimità della relativa deliberazione⁴⁵.

8.– *Nomina mediante designazioni separate ed approvazione in assemblea generale*

Secondo un orientamento risalente sono da considerarsi invalide le clausole statutarie che attribuiscono a determinate *categorie* di azioni il potere di designare i candidati agli organi sociali, riservando all'assemblea un ruolo di approvazione meramente formale delle designazioni così effettuate⁴⁶. Simili clausole lederebbero il principio del libero esercizio del diritto di voto, risolvendosi in sostanza nell'attribuzione ai possessori di determinate azioni di un *diritto speciale di nomina*, come tale estraneo al nostro ordinamento⁴⁷.

Tuttavia, se si condivide – nei termini delineati, *supra*, in questo Capitolo, paragrafo 6 – la meritevolezza di assetti che attribuiscono a determinate *categorie* di azioni la scelta di merito circa la nomina di alcuni amministratori, allora non può non riconoscersi analoga legittimità alle clausole che prevedano designazioni separate da parte di tali gruppi, seguite da una successiva approvazione in sede assembleare. Siffatta tipologia di clausole, infatti, non esaurisce il procedimento decisionale all'interno delle singole designazioni, ma lo articola in due sub–procedimenti (entrambi necessari per l'adozione del deliberando e) tra loro complementari: *da un lato*, la selezione di merito affidata a una data componente della compagine; *dall'altro*, un controllo da parte della maggioranza assembleare, che interviene mediante un atto di approvazione⁴⁸.

⁴⁴ LIBERTINI–MIRONE–SANFILIPPO, *L'assemblea*, cit., 326 s.

⁴⁵ LIBERTINI–MIRONE–SANFILIPPO, *L'assemblea*, cit., 333 s.

⁴⁶ V. CASELLI, *Problemi*, cit., 85 s.; ID., *Vicende*, cit., 23 s.

⁴⁷ Al più, da alcuni sono state ritenute ammissibili clausole che consentano sì a determinate *categorie* di azioni la designazione di soggetti da proporre alla carica gestoria, a condizione che il numero dei candidati indicati sia superiore a quello dei seggi riservati alla medesima *categoria* di azioni, poiché solo in tale ipotesi «*si mantiene in capo all'assemblea il potere di optare tra un numero di candidati dati*»: LEOZAPPA, *Nomina*, cit., 813 s., da cui la citazione.

⁴⁸ LEOZAPPA, *Nomina*, cit., 813–814, richiamando l'art. 2368, co. 1, c.c., ha sostenuto la legittimità di attribuire a una categoria azionaria il diritto differenziato di selezionare i candidati agli organi sociali, che sarebbero poi formalmente eletti dall'assemblea ordinaria. In tale configurazione, «*nel momento in cui [...] si mantiene in capo all'assemblea il potere di optare tra un numero di candidati, la previsione del diritto di nomina si risolve essenzialmente nella previsione di un criterio di nomina. La nomina viene infatti a configurarsi come il risultato di una sequenza procedimentale che si articola in due momenti: quello della designazione, statutariamente posto in capo ai titolari di una determinata categoria azionaria, e quello di*

Tanto brevemente premesso, l'obiezione principale all'ammissibilità delle clausole in esame si è incentrata su questa limitazione del potere assembleare di incidere sul contenuto della decisione. Resterebbe infatti esclusa, in capo all'assemblea, la possibilità di sostituire le proposte di nomina provenienti dalle singole designazioni, poiché l'esito del procedimento si configura come una "ratifica" finale che si limita ad *approvare*, ovvero a *respingere* (: la maggioranza assembleare conserva esclusivamente la facoltà di procedere, o meno, all'investitura dei soggetti previamente designati alla carica gestoria). In altri termini, dunque, non è consentito all'assemblea alterare le scelte previamente operate nei sub-procedimenti separati, indirizzando l'approvazione verso un diverso deliberando, che si discosti per contenuto dal risultato di ciascun sub-procedimento di designazione.

Tale posizione, tuttavia, sembra derivare da una non corretta distinzione tra fattispecie eterogenee. In effetti, la casistica giurisprudenziale è stata chiamata a vagliare prevalentemente, come si è visto, clausole che attribuiscono a determinate *categorie* di azioni il potere di effettuare in via *extra-assembleare* la designazione dei soggetti da proporre alla carica sociale, riservando all'assemblea un ruolo meramente formale di recepimento, nella delibera di nomina, delle designazioni già effettuate.

Si spiega allora come la giurisprudenza, correttamente, escluda che all'assemblea possa essere attribuito un ruolo meramente ratificatorio, giacché ciò comporterebbe una lesione dello stesso metodo assembleare, che presuppone *non soltanto* la possibilità di respingere proposte non gradite, *ma anche* quella di formulare alternative rispetto al deliberando originario⁴⁹. Le designazioni effettuate *extra-assemblearmente* da determinati (gruppi di) soci si configurano d'altronde come proposte di deliberazione definite *al di fuori* del procedimento assembleare e semplicemente comunicate in assemblea per una presa d'atto, priva di effettivo contenuto decisionale. La soluzione negativa appare dunque

votazione, ex lege di spettanza dell'assemblea». Si tratta di una delle prime aperture dottrinali in senso favorevole all'ammissibilità di simili meccanismi, rimasta tuttavia isolata fino agli interventi legislativi del nuovo millennio. Sulla meritevolezza dell'articolazione del procedimento deliberativo in due sub-procedimenti, di designazione separata e di successiva *approvazione* della maggioranza assembleare, ancorché senza potere di sostituzione dei candidati v. anche SANFILIPPO, *Funzione*, cit., 323 ss.

⁴⁹ Così si è trattato, *da un lato*, di nomina effettuata «*sulla base delle indicazioni vincolanti*» dei gruppi e dei soci che detengono una determinata partecipazione azionaria (Trib. Verona, 14 febbraio 1989; conf. Trib. Verona, 8 novembre 1991; Trib. Verona, 11 dicembre 1992); *dall'altro*, di attribuire a ciascun socio fondatore il potere di *designare* i membri del consiglio di amministrazione, pur prevedendo lo statuto che «*la nomina degli amministratori spetta all'assemblea*» (Trib. Cassino, 13 ottobre 1989; conf. Trib. Udine, 22 settembre 1993). Invece, è stata ritenuta ammissibile la clausola di *designazione non vincolante* di candidati da parte del presidente dell'assemblea, Trib. Sulmona, 13 settembre 1993.

giustificata unicamente con riguardo a quelle ipotesi in cui manchi il duplice sub-procedimento all'interno della medesima sequenza decisionale assembleare [clausole *sub b*]).

Diversa – e da ritenersi invece conforme ai principi dell'ordinamento – è l'ipotesi in cui la fase decisoria si articola in sub-procedimenti distinti, entrambi interni all'assemblea: *da un lato*, votazioni separate per gruppi di azioni ai fini della designazione, riservate ai soli titolari di azioni appartenenti al gruppo interessato; *dall'altro*, una successiva fase di approvazione da parte dell'assemblea plenaria, pur priva di potere di sostituzione.

In tale contesto, il principio del libero esercizio del voto va inteso, in conformità a una prospettiva *oggettivo/procedimentale* della libertà assembleare nella selezione dei componenti degli organi sociali, come imposto dal principio di competenza assembleare, alla luce della struttura procedurale delineata. *Da un lato*, la libertà di presentare e votare proposte (candidature) è riconosciuta soltanto a favore di quegli azionisti di *categoria* con diritto di voto per la singola designazione separata; *dall'altro*, la libertà di respingere le proposte (ossia la designazione) è garantita a tutti i soci nella fase di approvazione⁵⁰. In caso di esito negativo – *sia* della singola designazione separata, *sia* della successiva approvazione da parte dell'assemblea generale – il procedimento potrà essere rinnovato mediante una nuova designazione, da sottoporre a ulteriore approvazione assembleare⁵¹.

Il sistema così delineato non si pone in contrasto con i principi generali, ma rappresenta piuttosto una specifica modalità di conformazione statutaria della fase decisoria del procedimento assembleare. Tale conformazione, peraltro, quanto alla limitazione del diritto di voto riconosciuto alle diverse categorie di azioni di categoria, risulta in larga misura assimilabile a quella propria del sistema di nomina mediante *votazioni separate sub a*), già oggetto di esame.

Nel rispetto di tali condizioni di ordine procedimentale, e fermi i limiti *latu sensu* sostanziali (su cui si rinvia al successivo Capitolo 3), non sembra in definitiva potersi ravvisare alcun ostacolo all'introduzione statutaria del sistema delle *designazioni separate* in assemblea.

⁵⁰ Al contrario, la soluzione rigorosa della questione parrebbe compromessa da una concezione *soggettiva* della libertà di voto, centrata sull'interesse del singolo azionista intervenuto.

⁵¹ Va rilevato che, anche nei casi in cui l'ordinamento consenta che siano soltanto determinati *categorie* di soci a proporre il contenuto del deliberando, ciò non comporta, in alcun caso, che l'assemblea, a seguito di una deliberazione negativa, sia preclusa dal pronunciarsi su un nuovo oggetto deliberativo.

9.– *Rischio mancata copertura dei seggi riservati*

È stato nondimeno osservato, in dottrina, che tutti i meccanismi di nomina sin qui analizzati – diversamente da altri strumenti elettivi – presentano un rischio strutturale peculiare, rappresentato dalla possibilità che i seggi riservati a determinate categorie di azioni rimangano vacanti⁵². È innegabile che tale evenienza possa verificarsi *tanto* per effetto dell'inerzia dei soci titolari delle azioni interessate, *quanto* per una loro scelta consapevole di non procedere alla designazione dei componenti loro spettanti⁵³.

Ciononostante, occorre sottolineare che la mancata copertura di tali seggi non pregiudica, di per sé, la funzionalità complessiva dell'organo amministrativo⁵⁴, poiché l'eventuale incompletezza della composizione consiliare non integra automaticamente una causa di scioglimento. In effetti, l'organo amministrativo conserva la legittimazione a svolgere le proprie funzioni fintanto che sia assicurata la permanenza in carica della maggioranza dei membri rispetto al numero complessivo stabilito dallo statuto (cfr. art. 2385, comma 1, secondo periodo, c.c.)⁵⁵, sicché la mancata copertura dei seggi attribuiti a una componente minoritaria del consiglio non risulta idonea a comprometterne l'operatività. Diversamente, la vacanza dei seggi può assumere rilevanza patologica quando la consistenza numerica residua del consiglio non consenta più il mantenimento in carica della maggioranza degli amministratori prevista dallo statuto⁵⁶: in tale ipotesi,

⁵² L'elezione integrale dei membri del consiglio può essere garantita attraverso sistemi elettorali (quali il voto di lista, il voto limitato o il voto cumulativo), che non circoscrivono a determinati gruppi di soci la legittimazione a votare per la copertura di specifici seggi consiliari.

⁵³ Senza considerare che possano verificarsi situazioni di mancata copertura dei seggi riservati a tali *categorie* (oltre che per inerzia delle stesse) *sia* per esito negativo delle votazioni interne, *sia* per la mancata ratifica da parte della maggioranza assembleare. Del resto, nella fase conclusiva del procedimento decisionale, l'eventuale mancata copertura di alcuni seggi – derivante dal diniego da parte dell'assemblea rispetto alle rispettive designazioni separate operate dai singoli gruppi – costituisce un esito che può essere legittimamente contemplato dallo statuto. In simile evenienza, l'assemblea ordinaria si trova infatti ad esercitare un potere non dissimile da quello che le attribuisce l'art. 2380, comma 3, c.c. di determinare il numero degli amministratori entro i limiti minimi e massimi stabiliti dallo statuto.

⁵⁴ Non pare convincente, in senso contrario, l'obiezione secondo cui l'impossibilità per l'assemblea generale di incidere sull'esito delle designazioni operate dai singoli gruppi potrebbe compromettere la funzionalità dell'organizzazione societaria

⁵⁵ SANFILIPPO, *Funzione*, cit. 243 ss.

⁵⁶ Il principio di conservazione non opera in senso preclusivo, almeno finché la nomina della maggioranza degli amministratori non sia rimessa a quei (gruppi di) soci che, pur privi dei *quorum* necessari per deliberare lo scioglimento della società, possano incidere sull'assetto gestorio: cfr. SANFILIPPO, *Funzione*, cit., 302 ss., nonché, *infra*, in questo Capitolo, paragrafo 10 e Capitolo 3, paragrafo 10. Sotto il profilo sostanziale, si altresì è rilevato come non possa attribuirsi a categorie di azioni di minoranza la facoltà di nominare la componente consiliare prevalente: v., *infra*, Capitolo 3, *passim*.

l'impossibilità di reintegrare l'organo determinerebbe inevitabilmente lo scioglimento della società.

Va osservato, a tal riguardo, che in caso di mancata copertura dei seggi riservati alle rispettive categorie di azioni, e in assenza di diversa disposizione statutaria, deve escludersi *tanto* l'applicabilità della disciplina sulla cooptazione (art. 2386 c.c.)⁵⁷, *quanto* la possibilità che operi l'ordinaria regola di maggioranza in assemblea generale, chiamata a colmare integralmente i posti rimasti vacanti per mancato esercizio della riserva statutaria a favore delle specifiche *categorie* di azioni⁵⁸.

Tanto premesso, se è evidente che le clausole di designazione in parola attribuiscono *di fatto* a determinate *categorie* della compagine sociale il potere di precludere la nomina degli amministratori loro spettanti, ciò nondimeno una simile evenienza non risulta in sé incompatibile con il principio di conservazione dell'organizzazione societaria, salvo che si concretizzi l'ipotesi in cui taluni gruppi, pur privi dei *quorum* necessari per deliberare lo scioglimento della società, riescano comunque a impedire la nomina della maggioranza dei componenti del consiglio, con il risultato di paralizzare la funzionalità minima dell'ente (: argomento su cui si tornerà più diffusamente al Capitolo 3, paragrafo 10).

10.– Modifiche statutarie ai quorum assembleari: fra il principio di facilità deliberativa ed il principio di libertà dei soci nella determinazione della vicenda estintiva delle società di capitali

I meccanismi di nomina qui in esame devono *altresì* essere valutati nella misura in cui comportano una deroga alla regola sul *quorum* deliberativo per la nomina delle cariche sociali. In proposito, è possibile individuare, nell'ambito dell'ordinamento societario, un principio generale in forza del quale lo statuto della società per azioni può legittimamente innalzare i *quorum* costitutivi e deliberativi previsti dalla legge, assicurandosi così di garantire che le deliberazioni siano assunte soltanto in presenza di un'ampia partecipazione e/o di un consenso sociale qualificato: si tratta, in linea di massima (ma non necessariamente), di misure volte a tutelare gli azionisti presenti che abbiano espresso

⁵⁷ V. CASELLI, *Vicende*, cit., 10, nonché *supra*, in questo Capitolo, par. 4.

⁵⁸ Infatti, la scelta di collegare la nomina dell'amministratore al gruppo elettore non può essere interpretata nel senso di consentire poi, sia pur in seconda battuta, alla maggioranza in assemblea generale di surrogarsi al gruppo rimasto inerte o che non abbia raggiunto i *quorum* necessari, almeno finché sia comunque garantita la copertura della maggioranza dei seggi consiliari.

voto contrario. Ne consegue che è ammessa unicamente la previsione di *quorum* più elevati e non *quorum* ridotti⁵⁹.

Ciò posto, l'articolo 2368, commi 1 e 2, c.c. riconosce espressamente la legittimità di *quorum* deliberativi rafforzati per le assemblee ordinarie e straordinarie, sia in prima che in seconda convocazione, tale facoltà incontra un limite nelle maggioranze richieste per le assemblee ordinarie di *seconda convocazione*, chiamate ad approvare il bilancio e a nominare o revocare le cariche sociali. Al riguardo, il testo vigente dell'art. 2369, comma 4, c.c. chiarisce infatti che, per le assemblee successive alla prima, «*lo statuto può richiedere maggioranze più elevate, tranne che per l'approvazione del bilancio e per la nomina e la revoca delle cariche sociali*».

Il legislatore, così, pur avendo consentito – con formulazione finalmente chiara anche per la seconda convocazione, vincendo l'ambiguità della precedente formulazione – la possibilità di innalzare le maggioranze richieste sia per l'assemblea straordinaria sia per quella ordinaria, ha inteso prevenire il rischio di paralisi dell'attività sociale che potrebbe derivare da una scelta statutaria di irrigidire eccessivamente le regole deliberative. Ha pertanto espressamente escluso che tale deroga possa riguardare le decisioni concernenti l'approvazione del bilancio e la nomina o la revoca delle cariche sociali, considerate essenziali per la continuità operativa della società.

Questo assetto normativo rivela un chiaro *favor* verso l'efficienza decisionale dell'organo assembleare, consentendo all'autonomia statutaria di incidere in misura significativa *tanto* sulle condizioni di regolare costituzione *quanto* sui requisiti di validità delle deliberazioni, *ma* entro limiti precisi: oltre al generale divieto di riduzione dei *quorum* strutturali e funzionali in tutte le adunanze, ordinarie e straordinarie, permane infatti la non innalzabilità del *quorum* deliberativo per le deliberazioni sopra indicate.

Viene così accolta l'impostazione intermedia che proponeva di distinguere tra le deliberazioni attinenti a momenti essenziali della vita societaria – quali nomina degli organi sociali e approvazione del bilancio –, i cui *quorum* restano invariabili anche nelle convocazioni successive alla prima e tutte le altre delibere dell'assemblea ordinaria, per

⁵⁹ Salvo che per l'elezione alle cariche sociali: DE LUCA, sub *artt. 2368–2369 c.c.*, in ABBADESSA–PORTALE, *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, I, Milano, 2016, 928.

le quali non sussiste la necessità di apporre restrizione⁶⁰. In tal modo, sono vinte le precedenti perplessità, *non solo* in ordine alla possibilità di innalzare i *quorum* deliberativi di seconda convocazione, *ma anche* riguardo all'ammissibilità di *quorum* in funzione dell'oggetto della deliberazione⁶¹.

Corollario – sia pure per analogia – della tesi richiamata è l'esclusione della possibilità di delegare all'assemblea straordinaria, mantenendo per essa i *quorum* richiesti in seconda o terza convocazione, giacché ciò condurrebbe, di fatto, al medesimo esito che l'articolo 2369, comma 4, c.c. mira a scongiurare⁶². La disposizione che vieta di stabilire maggioranze più elevate, in seconda convocazione, per l'approvazione del bilancio e per la nomina o revoca delle cariche sociali – in quanto norma eccezionale – è pacificamente ritenuta di stretta interpretazione e, pertanto, non può essere invocata – proprio in virtù del chiarimento legislativo limitato agli argomenti del bilancio e della nomina e revoca delle cariche sociali – a precludere la fissazione di *quorum* costitutivi rafforzati per le assemblee ordinarie chiamate ad approvare argomenti diversi da quelli indicati al comma 4 dell'articolo 2369 c.c. Diversamente, con riferimento alle deliberazioni concernenti la nomina degli organi sociali nelle convocazioni successive alla prima, un'interpretazione sistematica induce a ritenere che il legislatore manifesti un orientamento contrario all'innalzamento dei relativi *quorum* costitutivi.

⁶⁰ Sul punto, si rinvia a CECCHI, *Gli amministratori di società di capitali*, Milano, 1998, 179–181 e IANNIELLO, *Derogabilità dei quorum deliberativi di assemblea ordinaria di S.p.A. in seconda convocazione*, in *Società*, 1998, 1335, ove ulteriori riferimenti bibliografici.

⁶¹ LAURINI, sub *artt. 2368–2369 c.c.*, in PICCIAU (a cura di), *Assemblea*, in P. MARCHETTI-BIANCHI-GHEZZI-NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, 99. Si legga in proposito la massima n. 73 del 22 novembre 2005 del Consiglio notarile di Milano, la quale riconosce la legittimità di una «*clausola statutaria che attribuisce (...) ad una categoria di azioni (nella s.p.a.) il diritto di subordinare (...) al voto favorevole di tutte o parte delle azioni della speciale categoria, l'approvazione di una o più deliberazioni assembleari, fatta eccezione (nella s.p.a.) per le deliberazioni di approvazione del bilancio e di nomina e di revoca delle cariche sociali, ai sensi dell'art. 2369, comma 4, c.c.*». La motivazione [reperibile al seguente *link* <https://www.consiglionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/73/>] chiarisce che – indipendentemente dalla specifica configurazione assunta dal voto determinante (che può essere «*incrementale*», «*aggiuntivo*» o «*cumulativo*») e dalle modalità di espressione del voto (in assemblea unitaria o in assemblee separate) – esso si traduce comunque in una modifica, in senso più rigoroso, dei *quorum* previsti per l'approvazione delle deliberazioni assembleari. Il voto determinante, infatti, produce un effetto equivalente all'innalzamento dei *quorum*, attribuendo ad una parte dei soci un potere di veto o di blocco sulle deliberazioni cui si applica. La differenza rispetto ai *quorum* rafforzati risiede nel fatto che, nel primo caso, il potere di blocco dipende dal possesso di azioni di una specifica categoria dotata di voto determinante, mentre nel secondo caso esso può essere esercitato da qualunque azionista, purché in possesso di una partecipazione sufficiente a impedire il raggiungimento del *quorum* deliberativo.

⁶² In argomento anche ALLEGRI, *L'amministrazione e il controllo*, in AA.VV., *Diritto commerciale*, Bologna, 2004, 192, dove l'autore ritiene che, a seguito della riforma, appaia confermata l'impossibilità di delegare la nomina all'assemblea straordinaria perché ciò rischierebbe di paralizzare l'attività sociale.

Le deliberazioni aventi ad oggetto l'approvazione del bilancio e la nomina o revoca delle cariche sociali rappresentano tipiche competenze periodiche dell'assemblea generale, per le quali il legislatore, in un'ottica di bilanciamento rispetto alla libertà statutaria, ha inteso privilegiare la *facilità* del processo deliberativo. Tale impostazione riflette la volontà di agevolare l'adozione delle decisioni assembleari nonostante il disinteresse degli assenti (ovvero, il loro interesse a risultare assenti e a fronte del dissenso, motivato o strumentale (e, cioè, dell'ostruzionismo), di chi non ha investito risorse che gli conferiscano la maggioranza del capitale⁶³.

Alla stregua di una siffatta regola, si deve dunque ritenere che l'assemblea debba potersi regolarmente costituire, superando così il peso delle assenze, e debba potere deliberare *con una maggioranza non superiore a quella indicata dalla legge* – vale a dire la maggioranza assoluta, senza soglie minime ulteriori. In tal modo, la copertura dei seggi spettanti alle minoranze non si traduce in un onere idoneo a compromettere la prosecuzione dell'attività sociale, giacché l'incompletezza dell'organo amministrativo, quando non rimanga in carica «*la maggioranza degli amministratori*», integra una causa di scioglimento ai sensi dell'art. 2386, comma 2, c.c.

È dunque da ritenersi preclusa – in quanto in palese contrasto con il principio di conservazione immanente nella disciplina delle società per azioni⁶⁴ – l'attribuzione di *quorum impeditivi* per la nomina alle cariche sociali in favore di *categorie* di soci che non detengano una partecipazione al capitale sufficiente, di per sé, a deliberare lo scioglimento della società (: questione che sarà oggetto di più ampio approfondimento nel Capitolo 3).

⁶³ L'articolo 2369, comma 4, del codice civile ha recepito l'orientamento dottrinale maggioritario secondo cui, nelle assemblee in seconda convocazione, i *quorum* deliberativi non possono essere modificati in senso peggiorativo quando si tratta di deliberazioni essenziali per il regolare funzionamento della società: la nomina delle cariche sociali e l'approvazione del bilancio. Tale impostazione è stata sostenuta da numerosi autori (tra gli altri, ABBADESSA, *L'assemblea: competenza*, in COLOMBO–PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, 3*, Torino, 1993, 45; ID., *L'assemblea nella s.p.a.*, cit., 542 ss.; BALZARINI, *Note in tema di deroghe statutarie al regime legale dell'assemblea ordinaria di seconda convocazione*, in *Riv. soc.*, 1974, 569 ss.; MINERVINI, *Quorum costitutivo e quorum deliberativo nelle assemblee ordinarie di seconda convocazione*, in *Riv. dir. impr.*, 1989, 5 ss.; DE LUCA, sub *artt. 2368–2369 c.c.*, cit., 929). Nel senso, invece, della generale inderogabilità dei *quorum* ordinari di seconda convocazione muove l'orientamento favorevole ad individuare – in nome dell'efficienza organizzativa delle s.p.a. – un principio inderogabile di «*scioltezza deliberativa*», e a ritenere pertanto generalmente nulle anche le clausole di unanimità: Cass., 16 marzo 1990, n. 2198, in *Giur. comm.*, 1991, II, 723 ss.; GALGANO, *La società per azioni*, in GALGANO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, vol. 7, Padova, 1988, 234

⁶⁴ RIVOLTA, *Diritto delle società*, cit., 99 ss.; SANFILIPPO, *Funzione*, cit., 334.

In questo senso, la determinazione di un quorum costitutivo per la seconda convocazione dell'assemblea ordinaria – nella quale, per definizione, un quorum costitutivo non sussiste o, al più, coincide con il numero di (azioni rappresentate dagli) intervenuti – si tradurrebbe inevitabilmente nella fissazione di una maggioranza superiore a quella stabilita dalla legge. Ne consegue che anche la determinazione di un quorum costitutivo rafforzato integrerebbe una violazione diretta della norma legale, pur formalmente riferita alle maggioranze deliberative, e dovrebbe pertanto ritenersi nulla e priva di effetti.

Alla luce di ciò, le clausole statutarie che, in seconda convocazione, impongono maggioranze più elevate per la nomina del Consiglio di amministrazione devono ritenersi immeritevoli di tutela e, pertanto, inefficaci.

Inquadrata in questi termini, la questione si avvicina notevolmente a quella – solitamente trattata separatamente – relativa all'ammissibilità delle cosiddette clausole di voto determinante, secondo le quali *«talune deliberazioni assembleari si ritengono approvate se, oltre a raggiungere il quorum legale, ottengono il voto favorevole (...) di tutte o parte delle azioni della speciale categoria»*. Tale ipotesi invita a una riflessione più generale sulla compatibilità con il nostro ordinamento di meccanismi che attribuiscono a determinate azioni un diritto di voto superiore o comunque un potere di *voice* differenziato rispetto al principio del voto proporzionale nell'assemblea generale degli azionisti (argomento sul quale si ritornerà ampiamente al successivo Capitolo 3).

11.–Azioni con riserva di nomina e voto di lista

Per ciò che concerne la fattispecie *sub d)*, in dottrina è stata prospettata l'ipotesi di ricorrere al voto di lista quale strumento idoneo a consentire una votazione *simultanea* da parte delle diverse categorie di azioni, attribuendo a ciascuna la facoltà di presentare una propria lista cui lo statuto riservi un numero predeterminato di seggi⁶⁵.

Come è stato più volte sottolineato dalla migliore dottrina, il meccanismo del voto di lista si colloca tuttavia su un piano radicalmente distinto rispetto alla previsione di

⁶⁵ In particolare, ABRIANI, *Le azioni e gli altri*, cit., 312, il quale sembra però contrapporre tale soluzione a quella del meccanismo del voto separato, con il quale, invece, essa dovrebbe essere opportunamente integrata.

categorie di azioni alle quali sia attribuito il diritto di nominare una parte dei componenti degli organi sociali⁶⁶.

Il voto di lista, infatti, non realizza una riserva in senso tecnico, ma si limita a offrire alle minoranze qualificate un'opportunità di rappresentanza, che resta comunque condizionata all'esito delle dinamiche assembleari. Anche laddove il legislatore ne abbia imposto l'adozione⁶⁷ – e non ci si trovi dunque di fronte a una mera opzione statutaria – esso non garantisce di per sé una composizione eterogenea degli organi sociali, giacché la sua effettività dipende pur sempre dal concreto atteggiarsi degli equilibri di voto in assemblea. Si è *altresì* osservato che il voto di lista, configurandosi come strumento elettorale di portata generale, non è ancorato alle caratteristiche intrinseche delle azioni, potendo in astratto trovare applicazione a favore di qualsiasi categoria di soci titolari del diritto di voto. Le riserve di seggi connesse a determinate categorie di azioni, al contrario, traggono il loro fondamento dalla struttura stessa del titolo, configurandosi come prerogative intrinseche che accompagnano l'azione anche in caso di trasferimento.

Da tali differenze strutturali – efficacemente messe in luce dalla dottrina più autorevole – discendono conseguenze di rilievo non solo sul piano teorico–sistemico, ma anche con riferimento agli effetti pratici del funzionamento degli organi sociali e alle possibili distorsioni in termini di equilibrio tra gli interessi dei diversi gruppi azionari.

Anzitutto, è stato opportunamente osservato che il carattere strutturalmente neutro del voto di lista rispetto alla distribuzione del capitale, unitamente alla sua idoneità a produrre esiti variabili in funzione delle dinamiche assembleari, ne fanno una tecnica elettorale

⁶⁶ CIOCCA, *Il voto di lista*, cit., 293 ss. Nella redazione del presente paragrafo si è fatto ampio riferimento alla monografia della Professoressa Ciocca, che offre un'approfondita analisi comparativa delle fattispecie oggetto di indagine. L'opera, divenuta punto di riferimento imprescindibile nella riflessione dottrinale sul tema, non solo ricostruisce in modo sistematico le principali questioni interpretative, ma propone altresì stimolanti spunti critici per la valutazione della compatibilità delle clausole statutarie con i principi ordinamentali che regolano la società per azioni.

⁶⁷ Per quanto riguarda le società quotate, il voto di lista di fonte legale esclude la possibilità di ricorrere a categorie di azioni come meccanismo attuativo. Tale impedimento non discende da una restrizione dell'autonomia statutaria nella creazione di categorie di azioni nelle società quotate, che non sussiste in via generale [per l'interpretazione della clausola di salvezza dell'art. 2351 c.c. «*Salvo quanto previsto dalle leggi speciali*» nel senso che le possibilità da essa offerte sono escluse soltanto in caso di concorso con le norme sulle società quotate, v. GIAMPAOLINO, *Le azioni*, cit., 187; v. altresì, TOMBARI, *Le categorie*, cit., 967 ss. e spec., 992, che prospetta una categoria di azioni munite del diritto di nominare una quota minoritaria di amministratori, in contributo anteriore all'introduzione dell'art. 147–ter t.u.f.]; piuttosto, secondo CIOCCA, *Il voto di lista*, cit., 295, tali categorie risulterebbero incompatibili con la previsione di legge che configura il voto di lista come strumento indipendente dalle caratteristiche delle azioni, e come opportunità riconosciuta a tutti gli azionisti muniti di diritto di voto, a condizione del possesso della percentuale necessaria per la presentazione delle liste. Inoltre, la ripartizione del potere di nomina tra categorie di azioni ostacolerebbe la fisiologica dinamica dei ricambi di controllo.

capace di preservare un certo grado di contendibilità del controllo societario. Al contrario, l'introduzione di categorie di azioni munite di diritti speciali determina un inevitabile irrigidimento della struttura societaria: l'esercizio delle prerogative connesse a tali categorie presuppone infatti la titolarità delle azioni qualificate, con la conseguenza di rendere difficoltoso – se non del tutto precluso – un mutamento degli equilibri decisionali senza un previo riassetto della composizione proprietaria. I risultati più incisivi in termini di concentrazione del potere gestionale presuppongono, in ultima analisi, l'impiego dello strumento che tale potere veicola e incorpora: l'azione, alla quale sono collegate prerogative specifiche.

A tal riguardo, seppur da un diverso angolo prospettico, la configurazione del potere di nomina come prerogativa incorporata in una determinata categoria di azioni consente di definire in modo stabile e predeterminato la ripartizione delle competenze elettive nell'ambito dell'organo amministrativo. In questa prospettiva, l'eventuale competizione elettorale non si svolge su un piano generale, ma rimane circoscritta ai titolari delle azioni appartenenti alla medesima categoria, qualora tali titoli risultino ripartiti tra più soggetti⁶⁸.

È stato opportunamente osservato che la possibilità di definire *ex ante* l'allocazione del potere di nomina costituisce, sotto questo profilo, un indubbio elemento di vantaggio rispetto al meccanismo del voto di lista, il quale – proprio perché affidato alle dinamiche assembleari – è fisiologicamente esposto all'incertezza dell'esito della consultazione. Nondimeno, la medesima rigidità che garantisce stabilità e certezza al riparto può tradursi in un fattore di svantaggio in quanto la segmentazione in categorie, per lo più calibrata su un determinato assetto della compagine azionaria, può rivelarsi inadeguata – e dunque non più funzionale al perseguimento dell'interesse sociale – qualora sopravvengano mutamenti significativi nella distribuzione delle partecipazioni o nell'equilibrio dei rapporti tra gruppi di soci⁶⁹. In questo senso, il carattere durevole della prerogativa incorporata nel titolo, se *da un lato* rafforza la certezza dell'assetto organizzativo,

⁶⁸ Di converso, il voto di lista – in quanto tecnica elettorale astrattamente applicabile a qualsiasi struttura del capitale – si configura come uno strumento dotato di maggiore flessibilità. La sua operatività, infatti, prescinde dalle caratteristiche intrinseche delle azioni e dalla loro eventuale articolazione in categorie, risultando così teoricamente idoneo a riflettere gli equilibri proprietari in qualunque configurazione essi si presentino.

⁶⁹ Proprio perché è la concreta composizione dell'azionariato a influenzare in maniera determinante gli esiti del voto, anche a fronte di un meccanismo elettorale formalmente invariato, l'esito della consultazione assembleare potrebbe non corrispondere più alla distribuzione del potere ritenuta funzionale, imponendo, di fatto, un adeguamento dell'assetto statutario.

dall'altro rischia di irrigidire la fisiologica evoluzione degli equilibri interni, compromettendo la flessibilità che costituisce tratto qualificante del modello azionario⁷⁰.

Dunque, certo è che il voto di lista, in quanto tecnica elettorale non fondata sulla titolarità di particolari diritti incorporati nei titoli azionari, risulta strutturalmente meno idoneo a garantire una ripartizione predeterminata dei seggi consiliari tra distinte categorie⁷¹. Affinché la suddivisione tra categorie trovi coerente riscontro nella composizione del consiglio, sarebbe allora necessario che: *i)* ciascuna categoria predisponga almeno una lista – eventualmente anche più d'una – strutturata in modo da riflettere le prerogative specificamente attribuite alle azioni che la compongono; *ii)* lo statuto prevedesse, oltre alla facoltà per ciascun socio di esprimere un solo voto, anche l'obbligo di votare esclusivamente la lista riferibile alla categoria di appartenenza⁷².

Una simile configurazione determina una frammentazione della votazione in sottoprocedure autonome, ciascuna delle quali riguarda una quota definita di seggi consiliari ed è riservata ai titolari di *azioni* individuate in ragione della loro appartenenza a una determinata *categoria*.

Si pone, pertanto, il problema della compatibilità di tale articolazione – che prevede momenti parziali destinati a confluire in una sintesi finale mediante l'impiego del voto di lista – con l'*unitarietà* del procedimento assembleare. La dottrina, prendendo le mosse dalle modificazioni che questa tecnica elettorale comporta rispetto alla fisiologia del

⁷⁰ Sotto il profilo procedurale, una modifica della segmentazione del capitale mediante creazione o soppressione di categorie di azioni risulta più articolata, richiedendo non solo una deliberazione dell'assemblea straordinaria, ma anche l'approvazione da parte dell'assemblea speciale della categoria interessata, ai sensi dell'art. 2376 c.c. Rileva CIOCCA, *Il voto di lista*, cit., 295, che in entrambi i casi resta, peraltro, controversa la spettanza del diritto di recesso, sicché non è possibile sviluppare una comparazione tra le due tecniche in termini di maggiore agevolezza o minori costi di modifica.

⁷¹ In effetti, la sua applicazione in tale contesto implicherebbe una votazione unitaria da parte dell'intera assemblea su liste presentate da ciascuna categoria, lasciando ai singoli azionisti la libertà di scegliere tra le diverse proposte, con l'effetto di rendere incerta, e comunque non predeterminabile *ex ante* la composizione dell'organo.

⁷² Per una tecnica statutaria di recente applicazione, cfr. Tribunale di Genova, 22 giugno 2023, n. 1538/2023, in cui lo statuto riconosceva *sia* alle azioni di categoria A, *che* alle azioni di categoria B il diritto di nominare, secondo il meccanismo del voto di lista istituito dallo statuto, due componenti dell'organo amministrativo. Nel caso di specie hanno diritto a presentare una lista gli azionisti A (B) che, da soli o congiuntamente, detengono almeno il 30% delle azioni della categoria A (B). Ciascun azionista A (B) ha diritto a concorrere esclusivamente alla votazione relativa alla nomina degli amministratori A (B). Per cui due amministratori saranno nominati esclusivamente dagli azionisti detenenti azioni A e due amministratori saranno nominati esclusivamente dagli azionisti titolari di azioni di tipo B. Una volta presentate le liste, i due amministratori nominati dai possessori di azioni A verranno eletti selezionando il primo nominativo dalla lista che ha ottenuto il maggior numero di voti e il secondo nominativo dalla seconda lista per numero di voti. Identico meccanismo è dettato per quanto riguarda gli amministratori nominati dai possessori di azioni B.

procedimento assembleare, si è interrogata sull'eventuale contrasto tra voto di lista e metodo assembleare.

È stato osservato che, in presenza del voto di lista, ciò che muta è il peso relativo delle diverse fasi: la fase della riunione risulta fortemente compressa, mentre acquista rilievo preminente – e sostanzialmente decisionale – il momento della convocazione. Una prima peculiarità del voto di lista risiede nell'anticipazione della fase di formazione delle proposte rispetto alla riunione assembleare, quale effetto diretto del meccanismo di presentazione preventiva delle candidature entro termini fissati anteriormente alla data dell'adunanza. A ciò si aggiunge la riserva, in capo a determinati soggetti, del potere di formulare le liste.

Ne consegue che l'assemblea, per sua natura, non rappresenta più la sede di effettiva elaborazione delle proposte, potendo assolvere al più alla funzione di luogo di confronto sui candidati e sulle liste già presentate, nonché di momento conclusivo di una più ampia campagna elettorale⁷³. In questa prospettiva, la riunione assembleare tende a ridursi a semplice occasione di consolidamento del consenso intorno a posizioni previamente definite. Proprio perché le candidature devono essere depositate in anticipo, l'assemblea non inaugura, ma piuttosto chiude il processo elettorale.

Ne deriva, in ultima analisi, una trasformazione del rapporto funzionale tra le diverse componenti della collegialità assembleare⁷⁴.

⁷³ Il rinnovato interesse per forme di attivismo azionario, in particolare da parte di fondi stranieri, spesso sollecitato anche dall'azione dei consulenti di voto, può contribuire a ravvivare l'attenzione per le candidature. L'attivismo degli azionisti può essere osservato, *inter alia* i) come fenomeno empirico di crescente partecipazione nell'esercizio delle prerogative riconosciute dal diritto societario; ii) per le specificità soggettive, per la contrapposizione fra investitori istituzionali e non; iii) nell'alternativa tra attivismo e partecipazione assembleare; iv) per le modalità di agevolazione della partecipazione mediante politiche regolatorie o strumenti di *soft law* (v. art. 3-*octies*, dir. n. 2017/828); infine, v) per i limiti entro cui i medesimi investitori possono incidere sull'assetto di governo societario. Si rimanda a LINCIANO-CIAVARELLA-SIGNORETTI, *Rapporto Consob 2014 sulla corporate governance delle società quotate italiane*, dicembre 2014, 28 s.; COSSU, *L'attivismo degli investitori non istituzionali in Italia*, in *BBTC*, 2017, I, 398 ss., spec., 399 s., 405 e 424 ss.; BERCHUCK-BRAV-JIANG, *The Long-term Effects of Hedge Fund Activism*, 115 *Col. L. Rev.*, 2015, 1085; EREDE-SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2013, 931 ss., spec., 941 ss.; GARGANTINI, *Coordinamento extra-assembleare dei soci e azione di concerto*, in *Società, banche e crisi di impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, 2014, 2097, spec. 2101; CIAN, *Intervento e voto in assemblea: le nuove tecnologie come mezzo per promuovere l'attivismo degli investitori istituzionali?*, in *BBTC*, 420 ss.; SANDEI, *Attivismo degli azionisti e nuove forme di partecipazione*, Milano, 2016, 33 ss.

⁷⁴ Come osservato da STELLA RICHTER, *sub art. 147-ter c.c.*, cit., 1942, il voto di lista si connota per una duplice natura, sia quale «particolare tecnica di presentazione della proposta», sia come «particolare modalità di voto». Questa dimensione duale evidenzia come il sistema incida sulla collegialità assembleare,

Ciò nondimeno, se si accoglie l'assunto secondo cui la collegialità dell'assemblea consiste, quantomeno, nella possibilità di sollecitare e partecipare al confronto, il voto di lista non risulta incompatibile con la struttura collegiale, che resta formalmente scandita nelle sue consuete fasi⁷⁵. Pur entro i limiti sopra delineati, resta comunque garantito un momento assembleare dedicato alla discussione, nel quale anche i soci che non abbiano presentato proprie liste conservano il diritto di intervenire e di formulare osservazioni sulle candidature depositate. Il voto di lista, pertanto, non sopprime la fase del dibattito, ma ne riduce sensibilmente la portata.

Tanto premesso, emerge che il ricorso al voto di lista non si pone in contrasto *né* con il principio di competenza assembleare, *né* con il procedimento dettato dagli artt. 2383, 2400 e 2409–*duodecies*, comma 2, c.c., *né*, più in generale, con le norme sul funzionamento dell'assemblea.

12.– La restrizione della legittimazione passiva alla carica gestoria

Considerazioni ancora distinte richiede la fattispecie *sub e)*, che si connota per il riconoscimento, in capo ai titolari di determinate categorie di azioni di esigere che una parte dei componenti del consiglio di amministrazione venga selezionata *esclusivamente* tra di essi⁷⁶.

Una simile previsione – che si traduce nella riserva di una posizione di rappresentanza *diretta* all'interno dell'organo gestorio – si colloca su un piano concettualmente distinto rispetto ad altre tecniche di composizione del consiglio, poiché non si limita a disciplinare le modalità procedurali di selezione degli amministratori, ma incide strutturalmente sull'assetto di *governance*, stabilendo *ex ante* un vincolo nella formazione della compagine consiliare.

Nel procedere all'esame delle clausole statutarie che circoscrivono la legittimazione passiva alla carica di amministratore all'interno della compagine azionaria, occorre preliminarmente osservare come tali previsioni possano essere strutturate secondo due

non tanto introducendo una deroga al procedimento, quanto piuttosto ridefinendo l'articolazione interna delle sue fasi e la relazione funzionale tra esse.

⁷⁵ Osserva ROSSI, *Diritti di partecipazione degli azionisti e collegialità nell'assemblea delle società quotate*, in M. CAMPOBASSO–CARIELLO–DI CATALDO–GUERRERA–SCIARRONE ALIBRANDI (diretto da), *Società, banche e crisi di impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, I, Torino, 2014, 879 ss., 896, che la collegialità presuppone quanto meno un rapporto dialettico anche solo eventuale e potenziale, che seppure sviluppato all'esterno della riunione, trova in essa sede di verifica e ratifica.

⁷⁶ Per un'analisi più approfondita, si rinvia a SANFILIPPO–ARCIDIACONO, *Il rapporto*, cit., 1756 ss.

principali modalità: *da un lato*, facendo riferimento all'intero capitale sociale, così da riservare la carica a chiunque rivesta la qualità di socio; *dall'altro*, limitando tale prerogativa a determinate categorie di azioni, con conseguente esclusione degli altri partecipanti dal novero dei potenziali candidati⁷⁷.

In tale prospettiva, la dottrina ha generalmente rilevato come una disposizione che limiti l'eleggibilità esclusivamente ai possessori di determinate azioni possa rispondere a differenti finalità: *per un verso*, garantire una rappresentanza equilibrata delle varie componenti della compagine sociale, comprese quelle esterne al gruppo di controllo, preservando l'armonia interna e la stabilità dell'organo amministrativo⁷⁸; *per altro*, assicurare che l'incarico gestionale sia conferito a soggetti ritenuti particolarmente qualificati, in grado di rispondere efficacemente alle esigenze operative e strategiche della società.

Indipendentemente dall'interesse concretamente perseguito resta però evidente che previsioni di tal genere determinano una compressione *ulteriore* della libertà di nomina rispetto alla mera riserva a favore dei soci nel loro complesso, riducendo la platea dei soggetti legittimati a ricoprire la carica a una frazione soltanto dell'intero corpo sociale, con effetti potenzialmente distorsivi sull'equilibrio assembleare e sulla fisiologica dinamica di ricambio dell'organo gestorio⁷⁹.

⁷⁷ Non sembra infatti porsi in contrasto con i principi dell'ordinamento societario l'ipotesi in cui lo statuto attribuisca la facoltà di accedere a specifici seggi consiliari esclusivamente ai titolari di determinate azioni, anziché estenderne l'accesso indistintamente a tutti i partecipanti al capitale, poiché la legittimazione a ricoprire la carica gestoria non pare configurarsi come prerogativa essenziale e indefettibile dell'azione. Ciò in quanto la legittimazione a ricoprire la carica gestoria non appare costituire un attributo essenziale e indefettibile della partecipazione azionaria [la questione si riconduce alla verifica della «*compatibilità con lo schema organizzativo tipico delle società per azioni delle caratteristiche che le parti intendono in concreto assegnare alla partecipazione azionaria*» (così ANGELICI, *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 8 s. (ove anche indicazioni comparatistiche)]. È, del resto, pacificamente riconosciuta in dottrina e in giurisprudenza l'ammissibilità di clausole statutarie che, con portata generale, escludano per la totalità dei soci la possibilità di assumere incarichi gestori, sicché a *fortiori* deve reputarsi consentita la predisposizione di previsioni più circoscritte e selettive: opinione pacifica: cfr., tra gli altri, CASELLI, *Vicende*, cit., 30.

⁷⁸ Con riferimento alla seconda finalità, è stato correttamente rilevato che la clausola in esame appare caratterizzata da una limitata efficienza. L'interesse sotteso, *per un verso*, potrebbe essere perseguito in maniera più diretta e funzionale mediante l'introduzione di requisiti di professionalità espressamente calibrati sull'accesso alla carica gestoria; *per altro verso*, esso tende inevitabilmente a perdere di intensità in ragione della libera circolazione delle azioni appartenenti alla categoria interessata, che rende difficilmente controllabile la permanenza delle caratteristiche personali dei titolari.

⁷⁹ Un esempio emblematico, in questo contesto, è rappresentato dalle disposizioni che, pur non configurando vere e proprie clausole *ritratto* in senso tecnico, introducono criteri selettivi idonei a restringere significativamente la platea dei candidati, limitandola a soggetti riconducibili a un ambito ristretto e predeterminato. Sul punto, SANFILIPPO, *Funzione*, cit., 312 ss., rileva, a ben vedere, l'emblematicità della previsione statutaria che subordina l'eleggibilità degli amministratori al sussistere di

La migliore dottrina ha infatti osservato come, nell'ambito delle clausole statutarie in esame, il potenziale contrasto con un elemento strutturale della disciplina legale dell'amministrazione nelle società per azioni emerga in maniera particolarmente evidente laddove il titolare dell'ufficio gestorio venga a beneficiare, di fatto, di una posizione di tendenziale *stabilità*, tale da renderne difficoltosa la rimozione.

È noto, infatti, come tratto qualificante dei modelli societari di tipo capitalistico sia la configurazione della carica di amministratore quale *ufficio* (cfr. *supra*, Capitolo 1), da intendersi come insieme di attribuzioni e funzioni intrinsecamente distinto dalla persona che ne assume di volta in volta la titolarità. L'ufficio, in quanto tale, permane quale *costante* dell'assetto organizzativo, mentre la persona dell'amministratore rappresenta la *variabile* destinata a mutare.

Nel paradigma tipico della società per azioni, tale impostazione si traduce nella configurazione di un rapporto di amministrazione strutturalmente *non permanente*, in cui il titolare dell'ufficio gestorio è privo *tanto* di un potere di *conservazione* della carica, *quanto* di una posizione di *stabilità* nella stessa.

Ne consegue che, in una prospettiva di coerenza sistematica con l'assetto tipologico della società per azioni, non può considerarsi compatibile con i principi ordinamentali una disciplina statutaria che assicuri ad alcuni soci una posizione di sostanziale permanenza nella funzione amministrativa, poiché ciò altererebbe l'equilibrio tra gli organi sociali e snaturerebbe il carattere fiduciario e temporaneo dell'ufficio gestorio. In quest'ottica, deve pertanto escludersi la legittimità di clausole statutarie che, nella sostanza, si traducano in una *nominatio personae*, predeterminando rigidamente i soggetti eleggibili e risolvendosi, per tal via, in una violazione del principio di competenza assembleare in materia di nomina e revoca.

Diverso è, invece, il discorso per quelle disposizioni che stabiliscono requisiti di eleggibilità anche fortemente selettivi: simili clausole potranno ritenersi *razionali* e *coerenti* con il sistema soltanto qualora la restrizione della libertà assembleare nella nomina degli amministratori risulti giustificata, in termini di meritevolezza ai sensi

vincoli di parentela con altri amministratori o con determinati soci, trattandosi della più marcata espressione di un'impostazione chiusa dell'assetto societario. In tali circostanze, il giudizio di *meritevolezza* della clausola non può prescindere da una verifica della sua tenuta sistemica, da condursi in relazione alle ulteriori disposizioni statutarie a essa funzionalmente collegate e, più in generale, alla conformità con i principi che sorreggono l'assetto tipologico della società per azioni: SANFILIPPO, *Il controllo*, cit., 1721 ss.

dell'art. 1322, co. 2, c.c., da esigenze *oggettive/funzionali*, direttamente correlate al perseguimento dell'oggetto sociale. Tuttavia, in assenza di un nesso teleologico con le esigenze concrete dell'impresa – quali emergono dalla clausola sull'oggetto sociale e, più in generale, dalle condizioni del mercato – la legittimità e la stessa meritevolezza della clausola appaiono seriamente discutibili.

12.1.– Segue. Scelta di candidati fra azionisti di categoria: l'interesse alla "facilità" di nomina e revoca degli amministratori

Tanto premesso, come correttamente osservato dalla dottrina più autorevole, le previsioni statutarie che riconoscono il diritto a che una parte dei componenti del consiglio di amministrazione sia *selezionata esclusivamente* tra i titolari di specifiche azioni – così da riservare a questi ultimi una posizione di rappresentanza diretta nell'organo gestorio – si espongono al rischio di determinare, in evidente frizione con i principi fondativi del modello azionario, un effetto di *crystallizzazione* dell'incarico gestorio, idoneo a compromettere la fisiologica dinamica di rinnovabilità che caratterizza l'ufficio amministrativo nella società per azioni.

Tale evenienza si manifesta in modo particolarmente evidente nei casi in cui il rapporto numerico tra i soggetti legittimati ad accedere alla carica e il numero dei seggi loro riservati tenda a coincidere. In simili circostanze, infatti, i titolari delle azioni finirebbero per godere di una posizione di sostanziale insostituibilità, con la conseguenza che la rinnovazione delle nomine si tradurrebbe in una mera formalità, priva di reale incidenza⁸⁰.

In simili ipotesi ci si trova dinanzi a una fattispecie che solleva delicate questioni di compatibilità con i principi fondamentali che governano il tipo societario azionario e dalla quale deriverebbe una duplice frizione sistematica: *da un lato*, con i tratti funzionali propri dell'ufficio amministrativo nel modello tipico della società per azioni, connotato da temporaneità, rinnovabilità e carattere fiduciario; *dall'altro*, con il principio di competenza assembleare, che – letto nella sua dimensione diacronica – si configura quale presidio del fisiologico ricambio e della rinnovabilità degli organi sociali⁸¹.

⁸⁰ In tema, per indicazioni, SANFILIPPO–ARCIDIACONO, *Il rapporto*, cit., capitolo 3, sez. VII, n. 1.3.

⁸¹ Per la disapplicazione della clausola, ove ricorra in fatto l'ipotesi che il numero dei seggi consiliari corrisponda alla cifra dei titolari di azioni del «gruppo» al quale quei seggi sono riservati, v. SANFILIPPO, *Funzione*, cit., 317 s. e nt. 130; SANFILIPPO, *Il controllo di meritevolezza*, cit., 590 ss.

In tale contesto, la soluzione della nullità della clausola statutaria appare eccessivamente rigorosa e, in definitiva, inappropriata, poiché ancorata a un dato fattuale intrinsecamente mutevole, quale la concreta composizione della compagine sociale, destinata a variare per effetto della naturale circolazione delle partecipazioni. Una valutazione di invalidità in via assoluta finirebbe, infatti, per colpire indiscriminatamente la clausola anche in situazioni in cui essa non determina alcuna frizione con i principi di sistema.

Risulta più coerente, in un'ottica sistematica, qualificare la previsione non come radicalmente invalida, bensì come meritevole di tutela entro i limiti della sua compatibilità, in concreto, con l'assetto organizzativo delineato dall'ordinamento. In questa prospettiva, la soluzione più equilibrata consiste nell'ammettere una disapplicazione selettiva della clausola, ogniqualvolta la sua attuazione concreta si traduca in effetti distorsivi, tali da svuotare di contenuto i poteri dell'assemblea generale o da alterare in modo strutturale i meccanismi di nomina e di ricambio degli amministratori. In tal modo, l'istituto viene preservato e può operare nei casi compatibili con i principi di sistema, mentre la sua efficacia resta circoscritta nelle sole ipotesi in cui l'applicazione determini un risultato contrario all'ordinamento.

Ne consegue che l'eventuale impugnazione della deliberazione di nomina non dovrebbe condurre, in tali casi, a un accertamento incidentale della nullità della clausola statutaria che prevede la designazione per categorie di azioni. Piuttosto, il rigetto della domanda dovrebbe fondarsi su un giudizio di meritevolezza dell'operato assembleare, idoneo a giustificare, nel caso concreto, la disapplicazione della clausola, qualora le circostanze fattuali – segnatamente la coincidenza tra il numero dei seggi riservati e quello dei soci appartenenti alla categoria – rendano impossibile un'applicazione della previsione compatibile con i principi dell'ordinamento.

D'altra parte, su diverso piano, si è già avuto modo di riflettere come il principio di conservazione reclami assetti ancor più rigorosi, non consentendo che possano disporre della componente maggioritaria consiliare quei (gruppi di) soci che non raggiungano, poi, i *quorum* necessari per deliberare senz'altro lo scioglimento della società.

Sempre in tale prospettiva, ma da un diverso punto di osservazione, è stato opportunamente rilevato che l'assetto che ne deriverebbe finirebbe per assimilare

l'avvicendamento nell'organo amministrativo a una vera e propria modifica statutaria⁸², condizionata all'adeguamento di requisiti di eleggibilità⁸³. Un simile esito – ossia la riconduzione della sostituzione degli amministratori al procedimento di revisione dell'atto costitutivo – si porrebbe in evidente contrasto con il principio, tradizionalmente accolto e pressoché unanime nella disciplina delle società per azioni, secondo cui l'amministratore è soggetto a revoca *ad nutum* da parte della stessa assemblea che ne ha disposto la nomina, senza la previsione di *quorum* qualificati (: sull'inammissibilità della clausola di elevazione dei *quorum* di seconda convocazione in materia di nomina e revoca, si rimanda a quanto ulteriormente affrontato, *supra*, in questo Capitolo, paragrafo 10).

La configurazione normativa che assicura la libera revocabilità dell'organo amministrativo si giustifica *sia* quale strumento funzionale a garantire l'attuazione del programma societario mediante un organo costantemente rispondente alle esigenze della compagine, *sia* in ragione della fisiologica variabilità propria della struttura azionaria, che impone la predisposizione di meccanismi flessibili e idonei a ristabilire, in ogni momento, il rapporto fiduciario tra soci e amministratori⁸⁴.

Poiché, indipendentemente dalle modalità con cui siano stati designati, i soggetti preposti alla gestione restano comunque vincolati al perseguimento dell'interesse sociale nella sua dimensione *unitaria* e *oggettiva*, appare coerente che la verifica della persistenza del rapporto fiduciario – la cui eventuale cessazione costituisce la ragione stessa

⁸² Secondo schemi che appaiono più prossimi a quelli propri della società in accomandita. Sul punto, si rinvia a SANFILIPPO, *Funzione*, cit., 281 ss., spec., nt. 11, ove ulteriori riferimenti. Basti in questa sede osservare che l'Autore – con particolare riferimento al tema della (in)stabilità nella carica, conseguente all'assimilazione della revoca ad una modifica dell'atto costitutivo – evidenzia come, sebbene la disciplina dell'amministrazione nella società in accomandita per azioni presenti tratti riconducibili alla logica del modello per *ufficio*, essa introduca al contempo un elemento di significativa divergenza rispetto al paradigma della società per azioni. In particolare, la previsione secondo cui «*la revoca degli amministratori deve essere deliberata con la maggioranza prescritta per le deliberazioni dell'assemblea straordinaria della società per azioni*» (art. 2566, co. 1, c.c.) assume un preciso valore sistematico. Tale disposizione, lungi dal collocarsi in continuità con lo schema corporativo della società per azioni, si atteggia piuttosto come elemento di eccezione rispetto ad esso, ponendosi in linea con assetti più prossimi a quelli tipici della società in accomandita. Ne risulta così confermata la specialità del regime applicabile, che accentua la posizione di stabilità degli amministratori, discostandosi sensibilmente dal principio generale di libera revocabilità quale corollario della configurazione dell'ufficio gestorio nella società per azioni.

⁸³ Su tale fattispecie, v. SANFILIPPO, *Funzione*, cit., 312 ss.

⁸⁴ Può inoltre dubitarsi della legittimità di una limitazione del diritto di voto attribuito a determinate *categorie* di azioni con riferimento alla sola materia della revoca, anche in relazione ai seggi riservati attraverso il sistema di nomina, atteso che risulterebbe inaccettabile una deviazione dal principio di facilità deliberativa allorché essa comporti la compromissione di interessi specificamente tutelati dall'ordinamento, quale quello alla correttezza della gestione.

dell'istituto della revoca – spetti all'assemblea, organo che per sua natura si configura come portatore e garante di tale interesse collettivo, secondo le regole decisionali proprie delle materie che riflettono esclusivamente interessi sociali e non individuali.

Tale ricostruzione trova ulteriore conferma nell'elaborazione di una parte significativa della dottrina, che ha posto in luce come gli interessi di *controllo e partecipazione* alla gestione – spesso perseguiti dai soci attraverso specifiche clausole statutarie in tema di nomina degli amministratori – non possano essere qualificati come interessi individuali in senso stretto, bensì come posizioni intrinsecamente collettive, destinate a rifluire nella più ampia tutela dell'interesse sociale⁸⁵. Ne consegue che l'ufficio gestorio, pur talvolta condizionato nella sua attribuzione da disposizioni che riflettono logiche di appartenenza azionaria, non può essere *piegato* a esigenze particolari, rimanendo istituzionalmente orientato al perseguimento di finalità comuni⁸⁶.

13.– Limiti sostanziali all'autonomia statutaria nella configurazione delle categorie di azioni e nella nomina degli amministratori. Rinvio.

Dall'analisi delle clausole statutarie emerge chiaramente come gli statuti societari incontrino limiti significativi qualora intendano articolare la compagine azionaria in categorie dotate di posizioni differenziate in ordine al diritto di nomina degli amministratori. In particolare, sotto il profilo *procedimentale*, l'esame ha dovuto confrontarsi con la varietà delle conformazioni attraverso le quali tali clausole modulano le fasi prodromiche alle deliberazioni di nomina, tenendo conto della loro complessità e delle implicazioni operative.

Ne consegue che, pur nella ricchezza delle diverse soluzioni adottate, ogni tentativo di elaborare un discorso unitario sulle clausole in esame può essere compiuto soltanto in chiave *sostanziale*, concentrandosi sulle conseguenze normative e funzionali della loro applicazione e sul loro impatto sui principi fondamentali dell'assetto societario. A tal ultimo riguardo, è stato opportunamente osservato che i sistemi di nomina oggetto della presente analisi si collocano in stretta connessione anche con il criterio capitalistico,

⁸⁵ Cfr. SANFILIPPO, *Funzione*, cit., 93 ss., nonché, *supra*, Capitolo 1, paragrafo 7.

⁸⁶ Ciononostante, l'eventuale riconducibilità di tali interessi alla sfera del socio non comporta di per sé la libera disponibilità della relativa disciplina: non può infatti trascurarsi che l'ordinamento appresta tutela inderogabile anche a interessi che, pur insediati nella sfera individuale, rispondono a una funzione di garanzia più ampia e indisponibile, sottratta all'autonomia privata.

secondo cui il potere decisionale ultimo spetta a chi ha investito la quota di capitale più consistente e, in ragione di ciò, è esposto al rischio economico più elevato⁸⁷.

In tale prospettiva, la prassi giurisprudenziale ha più volte evidenziato come, in non pochi casi, l'effetto complessivo dei meccanismi elettivi previsti dallo statuto possa determinare una rilevante compressione del potere spettante al socio titolare della maggioranza del capitale sociale, sottraendogli la possibilità di procedere alla nomina della maggioranza dei componenti del consiglio di amministrazione. Una simile evenienza solleva questioni di notevole rilevanza sotto il profilo sistematico, imponendo di valutare con estrema attenzione, nella strutturazione dei sistemi di nomina, se e in quale misura l'autonomia statutaria possa legittimamente incidere, in sede di elezione del consiglio di amministrazione, sul principio di maggioranza.

Ci si trova, infatti, di fronte a un interrogativo cruciale: può ritenersi *meritevole* una clausola statutaria che, pur rispondendo astrattamente a esigenze di efficienza organizzativa, si traduce in concreto in un ribaltamento degli equilibri interni di potere e, perciò, compromette la funzione di garanzia attribuita al socio maggioritario?

D'altronde, è proprio in questa prospettiva che il controllo di meritevolezza rivela la sua funzione centrale e strategica: esso costituisce uno strumento interpretativo di primaria importanza, che consente allo studioso e al giudice di valutare la legittimità sostanziale delle disposizioni statutarie. In particolare, tale controllo permette di escludere l'efficacia concreta di clausole che, pur apparendo legittime in astratto, si rivelano, nel loro concreto funzionamento, dissonanti rispetto agli equilibri strutturali e ai valori fondamentali dell'ordinamento societario⁸⁸. In tal senso, il principio di meritevolezza non si limita a un

⁸⁷ Sul punto, cfr. LIBERTINI-ANGELICI, *Un dialogo sul voto plurimo e diritto di recesso*, *Riv. dir. comm.*, 2015, I, 1 ss., ove si rinviene una chiara definizione del criterio capitalistico.

⁸⁸ L'approccio basato su una valutazione comparativa degli interessi coinvolti, proprio del controllo di meritevolezza, consente di riconoscere l'ammissibilità di una clausola che attribuisca prevalenza al voto del presidente del consiglio di amministrazione in caso di parità, valorizzando l'esigenza funzionale di superare le situazioni di stallo decisionale, pur in deroga al principio maggioritario: cfr., tra gli altri, SANFILIPPO, *Funzione*, cit., 204 e nt. 304; FRANZONI, sub *art. 2388 c.c.*, in GALGANO (a cura di), *Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca*, tomo III, vol. I, Bologna-Roma, 2008, 306 ss.; CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione*, cit., 152 ss., ove altri rife. Tuttavia, la clausola perderebbe la propria giustificazione qualora fosse combinata con una previsione che imponga la nomina del presidente esclusivamente tra gli amministratori espressione di una componente di *minoranza*, alterando così in modo strutturale gli equilibri insiti nella logica maggioritaria: si rinvia sul punto a SANFILIPPO, *Il controllo*, cit., 181 ss. Si consideri, ad esempio, uno statuto che affianchi alla previsione del *casting vote* un meccanismo di nomina degli amministratori riservato anche alle minoranze, senza tuttavia disciplinare i criteri di designazione del presidente, rinviando tale scelta all'assemblea o al consiglio stesso, come previsto dall'art. 2380-bis, ultimo comma, c.c. In questo scenario, potrebbe verificarsi che, in concreto, venga nominato presidente un consigliere espressione della minoranza. Ci si dovrebbe dunque interrogare sulla legittimità

giudizio formale sulla legittimità delle norme, ma assume un ruolo attivo nel garantire che le regole interne alla società per azioni rispettino la coerenza tra autonomia statutaria, corretto esercizio dei diritti di partecipazione e funzionamento equilibrato dell'organo amministrativo, prevenendo effetti distorsivi sul potere decisionale e sul controllo societario.

Le implicazioni del principio maggioritario-capitalistico, le sue interazioni con i meccanismi di nomina degli amministratori oggetto di analisi, nonché le conseguenze pratiche derivanti, saranno approfonditamente esaminate nel successivo Capitolo.

applicativa di una previsione che, nella sua concreta attuazione, attribuisca un potere decisionale risolutivo, in caso di parità, a un soggetto non espressione della maggioranza consiliare.

CAPITOLO TERZO

Autonomia statutaria e Control Enhancing Mechanisms: limiti e deroghe al principio maggioritario capitalistico

Sommario: –1. La proporzionalità tra partecipazione al capitale e diritti di voto quale espressione del principio capitalistico di governance; –2. La liberalizzazione dei CEM e la derogabilità del principio maggioritario capitalistico; –3. Le premesse storico-culturali della liberalizzazione dei CEM: il tradizionale dibattito sul principio un'azione = un voto; –4. L'introduzione delle azioni *non voting* a seguito della riforma del 2003; –5. Le azioni a voto plurimo a seguito della novella del 2014: l'espansione dei CEM; –6. Il principio di equilibrio tra categorie speciali e ruolo ordinario dell'art. 2351 c.c.; –7. *Dual Class Shares* e principio capitalistico: verso un nuovo equilibrio tra *ownership* e *control*; –8. Tra autonomia statutaria e vincoli inderogabili: la persistenza del rapporto potere-rischio; –9. La qualificazione delle categorie azionarie con riserva di nomina esclusiva come azioni con diritto di voto limitato; –10. La soglia invalicabile della maggioranza e il principio di conservazione.

1.– La proporzionalità tra partecipazione al capitale e diritti di voto quale espressione del principio capitalistico di governance

Come è noto, il principio di maggioranza si presta a essere declinato secondo una pluralità di accezioni, che è opportuno mantenere concettualmente distinte¹.

In primo luogo, esso opera quale regola deliberativa assembleare, in forza della quale deve ritenersi approvata la deliberazione che ottenga il consenso della maggioranza assoluta – ovvero, quanto meno, relativa – dei voti validamente espressi. *In secondo luogo*, il principio di maggioranza assume la valenza di principio capitalistico, in virtù del quale il potere di controllo all'interno della società per azioni è riconosciuto al socio titolare della partecipazione di maggioranza, ossia a colui che, avendo conferito la quota più rilevante di capitale, sopporta in misura *proporzionalmente* più elevata il rischio economico dell'iniziativa imprenditoriale².

Con riferimento a quest'ultima accezione, il principio di proporzionalità – secondo cui l'incidenza del diritto di voto è commisurata all'entità della partecipazione detenuta nel capitale sociale – viene tradizionalmente desunto dal disposto dell'art. 2351, primo comma, c.c., che attribuisce il diritto di voto a ciascuna azione³.

¹ Al fondo, come noto, restano dibattuti lo stesso fondamento della regola maggioritaria, il suo nesso con la collegialità, e di conseguenza il grado di disponibilità dell'una e dell'altra. Pur nella diversità di posizioni, sembra rintracciabile un *file rouge* nei contributi dedicati alla ricostruzione del fondamento del principio maggioritario, costituito dalla sussistenza di un interesse comune alla collettività a cui esso si applica. La maggioranza offrirebbe il criterio che facilita l'adozione delle decisioni, emancipandole dalla necessità di corrispondere all'interesse dei singoli soci: Mironi, Il procedimento, cit., 29 s., che afferma come nelle fattispecie associative all'autonomia privata si sostituisca un principio di autonomia collettiva, inteso come potere del gruppo di determinare il proprio interesse comune

² D'ALESSANDRO, *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giur. comm.*, 1990, 581 ha osservato che nell'ambito delle società per azioni «*la legittimazione del potere maggioritario deve individuarsi nel fatto che le decisioni collettive imprimono direzione a quell'attività comune (art. 2247 c.c.) donde dipenderà il rischio imprenditoriale, rischio che grava sulla maggioranza del capitale in misura preponderante*». Analogamente, ABRIANI, sub art. 2351 c.c., cit., 325 s. e nt. 72; MONTAGNANI, sub art. 2383 c.c., 150; SANFILIPPO, *Sistemi*, cit., 737.

³ Quanto alla natura imperativa (o meno) dell'attribuzione del diritto di voto a ogni azione, in passato, era piuttosto diffusa l'affermazione che tale principio rappresentasse un elemento tipologico e inderogabile della società per azioni. A tale orientamento, tuttavia, si era correttamente replicato sostenendo che esso – ancorché facilmente riscontrabile nella realtà delle società per azioni – non si traduce in un principio assoluto di carattere generale e inderogabile essendo rinvenibili, nella disciplina delle società per azioni, alcune disposizioni – quali la stessa formulazione originaria dell'art. 2351 comma 2 – chiaramente derogatorie rispetto a tale principio. Il punto merita qualche precisazione, in quanto il comma 1 si riferisce solamente alla circostanza per cui «ogni azione attribuisce il diritto di voto» e non, invece, che ogni azione attribuisce un diritto di voto: la norma andrebbe quindi intesa nel senso che – in mancanza di diversa previsione statutaria, che escluda per alcune categorie di azioni il voto – ogni azione attribuisce il diritto di voto, ma non necessariamente uno per ogni azione. Anche successivamente alla riforma del 2003, resta valida tale affermazione. La disposizione di cui al comma 1 contiene, quindi, un principio derogabile dall'autonomia delle parti in modo ancora più lato di quanto potesse avvenire in passato.

A dire il vero, sotto il profilo strettamente letterale, la disposizione non sancisce una proporzionalità del voto rispetto alla quota di capitale sociale in senso proprio, bensì rispetto al numero delle azioni possedute. Tuttavia, in un ordinamento informato al principio dell'eguale valore delle azioni, la regola del *one share–one vote* finisce per tradursi sul piano sostanziale, in una proporzionalità del diritto di voto rispetto alla partecipazione al capitale sociale detenuta da ciascun socio.

Su un piano più generale, il principio di proporzionalità non pare ricavabile da una lettura meramente isolata del primo comma dell'art. 2351, quanto piuttosto da una sua interpretazione sistematica, condotta in coordinamento tanto con le ulteriori disposizioni contenute nella medesima norma quanto con altri precetti dell'ordinamento societario⁴.

In tale prospettiva, assumono rilievo il limite quantitativo di cui al secondo comma dell'art. 2351 con riferimento alle azioni *speciali in tema di voto*⁵ – il cui valore complessivo non «può superare la metà del capitale sociale» –, nonché le numerose disposizioni dell'ordinamento che, in modo espresso *ovvero* implicito, richiamano il criterio proporzionale nella disciplina dei diritti degli azionisti.

È questo il caso, in particolare, del principio di ripartizione degli utili e del diritto alla quota di liquidazione, sancito dall'art. 2350, primo comma, c.c., il quale evidenzia, *da un lato* il principio di uguaglianza proporzionale tra le azioni in relazione a due fondamentali posizioni patrimoniali dell'azionista – il diritto agli utili e il diritto alla quota di liquidazione⁶ – e, *dall'altro*, il carattere dispositivo della relativa disciplina, nella misura in cui consente di derogare al criterio dell'uguaglianza proporzionale mediante

⁴ In punto di analisi del principio di proporzionalità, quale principio rinveniente nel sistema della disciplina della società per azioni, vedi G.F. CAMPOBASSO, *Diritto delle società*, cit., 210.

⁵ Su tale interpretazione si tornerà più diffusamente *infra*.

⁶ Il principio di uguaglianza proporzionale comporta che il diritto agli utili e alla quota di liquidazione spetta in proporzione alla frazione di capitale sociale rappresentata dalle azioni, sottoscritte e non necessariamente versate (art. 2346, commi 2 e 4): cfr. VISENTINI, *Azioni di società*, in *Enciclopedia del diritto*, Milano, Giuffrè, 1959, 986; per un chiarimento recente, NOTARI, *Disposizioni generali*, cit., 136. La frazione proporzionale può essere calcolata in funzione del rapporto tra il numero di azioni possedute e il totale delle azioni emesse (art. 2346, comma 3), *ovvero*, quando le azioni hanno un valore nominale statutario, in base al rapporto tra il valore nominale delle azioni possedute e il capitale sociale complessivo. Come osserva ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006, 77, tale uguaglianza proporzionale si fonda su indici rigorosamente formali e prescinde sia dal fatto che il valore conferito dal socio sia inferiore al prezzo di sottoscrizione dell'azione (cfr. art. 2346, comma 4), sia dal fatto che il prezzo di sottoscrizione ecceda il conferimento a capitale (emissione con sovrapprezzo), sia, infine, dalla misura in cui il capitale sottoscritto dal singolo socio sia effettivamente versato (azione interamente o parzialmente liberata).

l'attribuzione di diritti determinati secondo criteri non proporzionali a categorie speciali di azioni⁷.

Ciò premesso – e necessariamente in termini sintetici, trattandosi di una tematica di ampiezza tale da non poter essere esaurientemente affrontata in questa sede – occorre precisare che sebbene la regola secondo cui «*a ciascuna azione è attribuito il diritto di voto*» è comunemente ricondotta in dottrina al principio di matrice anglosassone del *one share–one vote* – tradizionalmente inteso quale presidio del criterio di proporzionalità, in forza del quale l'esercizio del diritto di voto è commisurato al numero di azioni detenute –, è pur vero che essa esprime un principio di portata più ampia.

Ci si riferisce, in particolare, al principio cardine del diritto societario della correlazione tra poteri gestori e rischio d'impresa⁸, la cui *ratio* emerge con chiarezza dal complessivo assetto del sistema normativo vigente e si colloca all'interno del più ampio paradigma della democrazia societaria⁹. Non è questa la sede per una compiuta disamina della

⁷ Quanto al profilo (b), si noti che il legislatore non si esprime, in questa sede, in termini, neutrali – come nel caso dell'art. 2348 ove si discute di azioni fornite di diritti diversi – bensì utilizza l'espressione «*diritti a favore di speciali categorie di azioni*», quasi a suggerire che la diversità, sul piano patrimoniale, debba tradursi in qualche forma di privilegio (un *favor*): una direzione vincolata della deviazione dal principio di proporzionalità. Ciò in difformità da quanto si ritiene pacificamente con riguardo al dettato dell'art. 2348, sulla scorta dell'insegnamento di autorevole dottrina: cfr. MIGNOLI, *Le assemblee*, cit., 91 ss., che osserva: «*il privilegio che (...) non costituisce in generale che un attributo di taluni diritti riconosciuti ad ogni azionista, viene spesso usato in un senso più lato, di quei diritti potendo consistere non solo in un'esaltazione, ma anche in un'attenuazione, in una diminuzione (...)*». Nonostante il dato letterale, dunque, sembra preferibile una soluzione orientata in diverso senso. *Da un lato* in quanto l'interpretazione riportata si porrebbe in controtendenza rispetto alla filosofia della riforma, volta ad un ampliamento degli spazi di autonomia statutaria, soprattutto in materia di finanziamento dell'impresa societaria, *dall'altro* perché si rivelerebbe contraddittoria rispetto al chiaro tenore dell'art. 2348 il quale consegna all'interprete una formula inequivocabile, laddove consente alla società, nei limiti imposti dalla legge, di determinare liberamente il contenuto dei diritti incorporati nell'azione. Sul tema rinvia a quanto già ampiamente esposto nel Capitolo Primo.

⁸ Un elemento fondamentale dell'organizzazione corporativa è rappresentato dal binomio «*potere–rischio*», nel quale il primo elemento deve necessariamente essere commisurato al secondo: ABRIANI, *Le azioni e gli altri*, cit., 231 ss.; MAROCCHI, *Sull'attualità della correlazione tra potere e rischio nella s.p.a. riformata*, in *Contr. e impr.*, 1/2014, 221; BARCELLONA, *Rischio e potere nel diritto societario riformato*, Torino, 2012; CALVOSA, *La partecipazione eccedente*, Milano, 1999, 160.

⁹ CALVOSA, *La partecipazione*, cit., 160, per cui «*(...) il tessuto ideologico su cui si è fondata l'affermazione del principio di proporzionalità è quello in cui è rigogliosamente cresciuto il binomio «potere–rischio»: quale diretta conseguenza di detto binomio o, meglio, di quello (in termini capovolti) «rischio–potere», si è costruito il principio secondo cui in relazione all'entità del rischio assunto attraverso la partecipazione al capitale deve corrispondentemente misurarsi il potere nella società. In altre parole, il potere non potrebbe che commisurarsi all'entità dell'investimento*». Si tratta, più in particolare, di un principio relativo al governo societario illustrato dalla dottrina americana già negli anni settanta: per una ricostruzione del principio in questione operata dalla letteratura italiana, cfr. VENTORUZZO, *I «listing standards» nell'esperienza statunitense*, in *AGE*, 2002, 337 ss. Tale principio si sostanzierebbe in un «*corporate voting mechanism that makes control exactly proportionate or equiproportional to the capital invested by tying cash flow rights to the voting right*», fondato sull'assunto che «*shares entail i) economic ownership (cash flow rights) and voting power (voting rights) and i) cash flow rights should be exactly*

questione, tuttavia, a titolo esemplificativo, è sufficiente richiamare il divieto del patto leonino, sancito dall'art. 2265 c.c. – che, riproducendo la previsione dell'art. 1719 del codice civile del 1865, commina la nullità del patto con il quale uno o più soci siano esclusi da ogni partecipazione agli utili o alle perdite¹⁰; la disciplina della responsabilità illimitata dei soci accomandatari nelle società in accomandita (artt. 2313 e 2452 c.c.); *nonché*, l'assoggettamento alla medesima responsabilità illimitata dei soci accomandanti che violino il divieto di immistione nella gestione (art. 2320 c.c.)¹¹.

In tale prospettiva, l'ordinamento societario tende a conformare le regole di *governance* muovendo dal presupposto che l'attribuzione di poteri gestori debba essere accompagnata da un'adeguata esposizione al rischio economico e alle responsabilità connesse all'esercizio dell'attività d'impresa.

La consapevolezza di tale esposizione costituisce, infatti, un fondamentale incentivo all'esercizio prudente, diligente e responsabile delle funzioni gestorie. Per contro, l'assenza di un diretto coinvolgimento nel rischio d'impresa può agevolare l'adozione di condotte gestionali scarsamente ponderate *ovvero* orientate al perseguimento di finalità estranee all'interesse sociale, con la conseguente esposizione della società a rischi indebiti¹².

proportionate to voting rights since shareholders are interested in higher share value and thus equally will vote to promote that interest so as to maximise the value of the company»: così KHACHATURYAN, *The one-share-one-vote controversy in the EU, ECMI Paper*, 2006, consultabile sul sito www.ssrn.com. Il principio verrebbe peraltro violato anche da fattispecie diverse dalle mere limitazioni del diritto di voto in senso stretto, che ne ridurrebbero evidentemente la portata. Tra queste rientrano, secondo la definizione testuale di FERRARINI, *One share-One vote: A European Rule?, Working Paper n. 58/2006*, January 2006, in *ECFR*, 2006, p. 147 (scaricabile dal sito [ECGI](http://ecgi.org)): «(i) voting caps, multiple or double voting rights, non-voting shares, voting rights attributed to non-risk bearing capital; (ii) provisions preventing the exercise of core control rights, including the right to appoint board members and to amend the articles of association and other constitutional documents». Ma vedi, anche, in tal senso ID., «Un'azione-un voto»: un principio europeo?, in *Riv. soc.*, 2006, 24 ss.; LAMANDINI, *Struttura finanziaria*, cit., 28; STAGNO D'ALCONTRES, sub art. 2351, c.c., 301.

¹⁰ Cfr., sul punto, MARASÀ, *Le società. Società in generale*, Milano 2000, 188, il quale ritiene che il divieto è posto a presidio dell'interesse generale ad una corretta amministrazione della società; nonché ABRIANI, *Il divieto del patto leonino*, Milano, 1994, 44 s., il quale osserva come, in tal modo, la legge miri a tutelare non soltanto gli altri soci, ma, soprattutto, i creditori e, più in generale, l'intero sistema economico, nel quale l'istituto societario costituisce uno degli assi portanti.

¹¹ La correlazione rischio/potere, che connoterebbe le società organizzate su base personale prescinde dalla titolarità del potere amministrativo in quanto i soci accomandatari sono illimitatamente responsabili, anche all'interno, in ragione della mera appartenenza alla categoria a cui sono, in principio, riservate le funzioni di amministrazione (art. 2318 c.c.) e i soci accomandanti lo diventano, secondo la tesi più radicale, per il compimento anche di un solo atto di ingerenza nella gestione e per tutte le obbligazioni sociali (art. 2320 c.c.).

¹² Un esempio emblematico di questo approccio si rinviene nella dottrina economica, con riferimento alla teoria dei costi di agenzia proposta da JENSEN-MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure*, in 3 *Journal of Financial Economics*, 1976, 315 e ss. Gli A. sostengono

Ciò posto, il tema della proporzionalità tra potere e rischio si configura quale diretta espressione del principio capitalistico che informa la disciplina della società per azioni e della società a responsabilità limitata, collocandosi consapevolmente in posizione antitetica rispetto al criterio del voto per teste, tipico del modello cooperativo¹³.

Il principio di proporzionalità si atteggia, pertanto, quale principio caratteristico delle società di capitali e, in particolare, della società per azioni, dal quale il legislatore ammette, tuttavia, la possibilità di derogare in ipotesi puntualmente individuate¹⁴.

2.– *La liberalizzazione dei CEM e la derogabilità del principio maggioritario capitalistico*

Il principio capitalistico della correlazione simmetrica tra potere e rischio, in virtù del quale il potere di controllo in una società per azioni è riconosciuto al socio che detiene la partecipazione maggioritaria, ossia a colui che, avendo investito la quota più rilevante di capitale, sopporta in misura *proporzionalmente* maggiore il rischio economico dell'impresa – che ha tradizionalmente rappresentato, nel nostro come in molti altri ordinamenti, l'asse portante della disciplina della società per azioni – ha conosciuto, nel

che: «*If a wholly-owned firm is managed by the owner, he will make operating decisions that maximize his utility [...] If the owner-manager sells equity claims on the corporation which are identical to his own (i.e., which share proportionately in the profits of the firm and have limited liability), agency costs will be generated by the divergence between his interest and those of the outside shareholders, since he will then bear only a fraction of the costs of any non-pecuniary benefits he takes out in maximizing his own utility*».

¹³ Non occorre soffermarsi sul rilievo secondo cui il tema della correlazione tra potere e rischio, e del rapporto di proporzionalità tra l'uno e l'altro, attiene in via specifica alla società per azioni e non si ripropone – o, comunque, si pone in termini significativamente diversi – nelle altre società di capitali. In particolare, nella società a responsabilità limitata, l'attribuzione al singolo socio, quale «diritto particolare» ai sensi dell'art. 2468, terzo comma, c.c., del potere di nominare gli amministratori ovvero di vedersi direttamente attribuito l'ufficio di amministratore – soluzione pacificamente accolta in dottrina (v., tra gli altri, ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in P. Schlesinger (fondato da), *Il codice civile, Commentario*, I, Milano, Giuffrè, 2010, I, 522 ss.; DACCÒ, *I diritti particolari del socio nelle s.r.l.*, in Abbadessa–Portale (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2007, III, 392 ss.) – può determinare una totale divaricazione tra potere e rischio. Analoga frattura del binomio potere/rischio si riscontra nella società in accomandita per azioni, nella quale il potere gestorio compete istituzionalmente ai soci accomandatari indipendentemente dall'entità della partecipazione da essi detenuta. Quest'ultimo principio è enunciato nell'art. 2538, secondo comma, c.c., secondo cui nelle società cooperative, di regola, «*Ciascun socio cooperatore ha un voto, qualunque sia il valore della quota o il numero delle azioni possedute*»: in argomento v. LA SALA, *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, 2011, 26 e ss.

¹⁴ Al di là delle deroghe previste dall'art. 2351, si pensi ad alcune norme del codice civile finalizzate a tutelare interessi a rilievo pubblicistico e a disposizioni di leggi speciali aventi lo scopo di garantire il perseguimento di interessi nazionali di politica sociale. A questo proposito, si ricorda che l'art. 2449 prevede che, nel caso in cui lo Stato o gli enti pubblici abbiano una partecipazione in una società per azioni, lo statuto possa conferire ad essi la facoltà di nominare uno o più amministratori o sindaci ovvero componenti del consiglio di sorveglianza; *ovvero*, alla nuova normativa in tema di gestione dei lavoratori.

corso degli ultimi decenni un'attenuazione che costituisce un fenomeno risalente e di significativo interesse sistematico.

Infatti, se in una prospettiva storica l'ordinamento societario poteva essere descritto come imperniato su una corrispondenza pressoché immediata tra l'entità del rischio economico assunto e la misura del potere decisionale esercitabile¹⁵, l'attuale disciplina delle società di capitali mostra come il principio maggioritario di matrice capitalistica sia stato progressivamente affiancato da un numero crescente di eccezioni atte a limitarne la portata¹⁶. Non a caso, parte della dottrina contemporanea, evidenziando come il tradizionale binomio “*un'azione = un voto*” sia oggi soggetto a deroghe sempre più incisive, perviene a mettere in discussione – o quanto meno a relativizzare – l'esistenza stessa del principio¹⁷.

Un diverso orientamento dottrinale ha invece espresso maggiori perplessità circa l'ampiezza del potere riconosciuto all'autonomia statutaria di comprimere il diritto di voto in misura differenziata e di modularne liberamente il contenuto, in assenza di limiti espressi.

Le principali preoccupazioni riguardano, in particolare, il rischio che l'eventuale ammissione di una deroga generalizzata al principio di proporzionalità possa accentuare

¹⁵ Il criterio proporzionale, su cui tradizionalmente si fondava il sistema di voto, risultava funzionale al rapporto tra capitale di rischio e potere deliberativo: FAUCEGLIA, *La «sopravvivenza»*, cit., 1189; LA SALA, *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, 2011, 97; LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, 2001, *passim*.

¹⁶ Il fatto che ogni azione attribuisca il diritto di voto non impedisce che, all'interno della società, vi siano disuguaglianze soggettive e, in particolare, una differente distribuzione del potere, caratteristica delle strutture capitalistiche: G.F. CAMPOBASSO, *Diritto delle società*, cit., 210.

¹⁷ Da parte di alcuni Autori, si è predicato l'anacronismo della regola imperativa della proporzionalità alla luce sia della filosofia contrattualistica che avrebbe dovuto animare la riforma, sia delle deroghe contenute nello stesso art. 2351, sia, infine, di altre disposizioni di nuova introduzione palesemente in contraddizione con tale principio, quale la possibilità ora riconosciuta dall'art. 2346, comma 4, di attribuire un numero di azioni non proporzionale rispetto ai conferimenti effettuati. Così TOMBARI, *Le azioni a voto plurimo*, in TOMBARI (a cura di), *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, Torino, 2016, 27, che giunge a tale conclusione argomentando dall'introduzione delle azioni a voto plurimo del 2014. In senso opposto, MAROCCHI, *Sull'attualità della correlazione tra potere e rischio nella s.p.a. riformata*, in *Contr. e impr.*, 1/2014, 240, che afferma l'attualità del principio potere rischio argomentando dal divieto di azioni a voto plurimo allora vigente. Sul dibattito in merito all'opportunità o meno – soprattutto per le società quotate – di derogare al principio *one share = one vote* ALVARO-CIAVARELLA-D'ERMO-LANCIANO, *La deviazione dal principio “un'azione – un voto” e le azioni a voto multiplo*, Quaderno giuridico Consob, n. 3, 2014, 5 ss. (reperibile al seguente link: <https://www.consob.it/documents/11973/201676/qg5.pdf/a6a131f4-c307-404f-882d-e3dc1ab86c28>), ove si ricorda che il principio *un'azione = un voto* rispetto a strutture di voto alternative non trova un sostegno univoco nella letteratura economica; Cfr. NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere nelle società di capitali: un “canone fondamentale” o una regola suppletiva?*, in *ODCC*, 2016, 381 ss. per l'esame delle diverse tesi.

il disallineamento tra proprietà e controllo, rendendo più difficile per i soci il monitoraggio efficace della gestione e compromettendo, al contempo, il corretto funzionamento del mercato societario¹⁸ (sul punto si tornerà più diffusamente *infra*, paragrafo 3).

Ad ogni modo, negli ultimi decenni, il legislatore – recidendo l'automatismo tra entità della partecipazione e misura del potere di voto – ha introdotto strumenti volti ad assicurare il controllo societario anche a soggetti privi della maggioranza del capitale, attraverso meccanismi che consentono ad alcuni soci di esercitare un potere di voto *più–che–proporzionale* rispetto all'investimento effettuato (*Control Enhancing Mechanism: "CEM"*)¹⁹.

Prima dell'introduzione di tali strumenti, il governo societario era inevitabilmente concentrato nelle mani del titolare della partecipazione maggioritaria, in quanto si riteneva che questi fosse il soggetto più adeguatamente incentivato a perseguire l'interesse sociale. La logica sottostante a tale assetto risiedeva nel fatto che il socio di maggioranza, avendo investito risorse più consistenti, sopporta un rischio economico proporzionalmente maggiore ed – esercitando il potere di indirizzo in modo responsabile

¹⁸ ABRANI, *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, 131 ss. invita alla prudenza quando prospetta «il definitivo (...) superamento di quella connessione tra potere di decidere in materia economica e rischio da tali decisioni derivante, che ha sino ad oggi informato il funzionamento delle società a base capitalistica e di cui sembra francamente permanere intatta l'esigenza, anche quale strumento di tutela dei mercati finanziari, l'efficienza dei quali può essere seriamente compromessa dall'introduzione di regole e istituti che assecondino ulteriori scollamenti nel rapporto tra proprietà e potere di determinare le scelte di amministrazione delle società in essi quotate». Ma va precisato, che l'Autore considera un articolato del progetto di riforma non coincidente con quello poi approvato e nel quale si prevede il superamento del limite del 50% quale tetto per l'emissione di azioni a voto limitato o senza diritto di voto. Dopo la riforma, vedi ID., sub *art. 2351 c.c.*, cit., 324 per cui «(...) non pare azzardato paventare il rischio che l'ampia variabilità del diritto di voto introdotta, pur con i limiti ora richiamati, dalla riforma possa condurre a effetti controproducenti rispetto alla stessa auspicata estensione del ricorso al mercato dei capitali. E altrettanto fondato è il dubbio che essa sottenda una visione troppo sofisticata del mercato al quale saranno offerti i nuovi strumenti finanziari (...)».

¹⁹ Le deroghe possibili riconosciute all'autonomia statutaria al tradizionale principio *un'azione = un voto*, possono riguardare in astratto (i) la facoltà di creazione di categorie di azioni prive del diritto di voto, categorie di azioni che non votano in tutte le assemblee, categorie di azioni che votano solo in particolari circostanze, diverse dall'oggetto della deliberazione sottoposta al voto assembleare, categorie di azioni che esprimono più di un voto (azioni a voto multiplo); (ii) la possibilità di introdurre nello statuto di clausole che alterino il conteggio dei voti espressi da un singolo legittimato in occasione di un'assemblea alla quale sia intervenuto; (iii) l'introduzione di *loyalty shares* a voto rafforzato, vale a dire di meccanismi di alterazione del calcolo dei voti che premiano il possesso prolungato di azioni; (iv) la possibilità di attribuire diritti di voto in assemblea a possessori di strumenti finanziari diversi dalle azioni o anche a soggetti che non hanno *né* azioni *né* altri strumenti finanziari diversi dalle azioni.

e allineato agli interessi complessivi dell'ente – è più incline a massimizzare il valore della società²⁰.

Dunque, la regola maggioritaria sembra poter essere oggi soggetta a eccezioni legittime, purché tali deroghe non contravvengano, *da un lato*, a limiti espressamente previsti dal legislatore e, *dall'altro*, a vincoli desumibili in via sistematica «*dalla complessiva disciplina legislativa del procedimento di formazione delle delibere assembleari*»²¹ e, più in generale, dall'ordinamento del diritto azionario nel suo insieme.

La questione centrale attiene, quindi, all'individuazione dei margini entro i quali l'ordinamento possa tollerare – e, in taluni casi, persino favorire – deroghe al principio maggioritario di matrice capitalistica, e se tali deviazioni possano ritenersi pienamente legittime anche quando si traducano nell'attribuzione di «*diritti diversi*» a determinate categorie di azioni, ai sensi dell'art. 2348 c.c. In tale prospettiva, il nodo interpretativo più delicato riguarda la possibilità di configurare lo stesso assetto societario mediante l'assegnazione a soci di minoranza di azioni munite di diritti speciali di nomina, circoscritti tuttavia alla sola deliberazione concernente la composizione dell'organo amministrativo²².

Tale valutazione implica un'analisi approfondita dei limiti imposti dalla disciplina codicistica e dei principi sistematici che regolano l'equilibrio tra autonomia statutaria e tutela degli interessi dei soci di maggioranza, al fine di garantire che la configurazione

²⁰ Così FAUCEGLIA, *La regola maggioritaria nella società azionaria: il lento declino della legge della ragione e la crisi del capitalismo*, in *Principi e metodo, società e organizzazione*, in NUZZO-PALAZZOLO (a cura di), *Studi in onore di Gustavo Visentini*, 2020, 219; ID., *La «sopravvivenza» del principio maggioritario nelle società a responsabilità limitata*, in *Riv. not.*, 2019, 1189.

²¹ Così SACCHI, *L'intervento ed il voto nell'assemblea delle s.p.a. Profili procedurali*, Torino, 1990, 295.

²² In tal senso si espresso il Consiglio Notarile di Milano nella massima n. 142 del 2015, secondo cui: «*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». Nello stesso senso la massima 47 del 2014 del consiglio notarile dei Distretti riuniti di Firenze, Prato e Pistoia: «È 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».*

degli organi societari non determini una compressione ingiustificata del potere di voto in proporzione al capitale investito.

3.– *Le premesse storico-culturali della liberalizzazione dei CEM: il tradizionale dibattito sul principio un'azione = un voto*

Prima di avviare l'analisi, appare opportuno soffermarsi sui rischi tradizionalmente connessi al riconoscimento di deroghe al principio capitalistico²³.

Storicamente, le argomentazioni a favore dell'adozione del principio *un'azione = un voto* si articolano lungo due direttrici principali, fondate su logiche distinte, che ne giustificano anche la diversa classificazione dottrinale. Una prima argomentazione, di carattere "*pro-fisiologico*"²⁴, sostiene che l'instaurazione di una corrispondenza proporzionale tra partecipazione al capitale e potere decisionale favorisca un sistema di incentivi più efficiente, promuovendo una gestione aziendale orientata a un'assunzione di rischio equilibrata e razionale²⁵.

In tale prospettiva, il soggetto titolare del controllo sopporta la quota maggiore di rischio economico connesso all'attività societaria, il che lo induce a perseguire strategie che non solo tutelano il proprio interesse personale, ma sono potenzialmente allineate anche con quello degli altri soci, inclusi i portatori di minoranze²⁶.

Una seconda argomentazione, di carattere "*anti-patologico*"²⁷, si concentra invece sul rischio di potenziali effetti distorsivi derivanti dalla separazione tra capitale e potere

²³ Per la ricostruzione del tradizionale dibattito concernente il principio *un'azione = un voto*, si è fatto riferimento, in via principale, all'autorevole contributo di BARCELLONA, sub *art. 2351, co. 4, c.c.*, in ABBADESSA–PORTALE, *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, I, Milano, 2016, 571, la cui analisi ha costituito per la presente ricerca non solo un punto di partenza interpretativo, ma anche una linea direttrice metodologica per l'elaborazione delle argomentazioni sviluppate, offrendo al contempo un solido quadro di riferimento per l'approfondimento delle questioni più controverse.

²⁴ La definizione è di BARCELLONA, sub *art. 2351, co. 4, c.c.*, cit., 571.

²⁵ In secondo luogo, il principio del *one share – one vote* stato ritenuto, in particolare nelle società quotate, uno strumento utile a garantire la contendibilità del controllo societario. In quest'ottica, studiosi di matrice liberista hanno da tempo osservato come tale contendibilità esponga gli amministratori al rischio di essere sostituiti in qualsiasi momento da chi acquisisse il controllo della società, inducendoli, di conseguenza, a perseguire i massimi risultati possibili per mantenere elevato il prezzo di mercato delle azioni.

²⁶ Un riscontro in tal senso emerge anche dall'indagine empirica condotta sul mercato statunitense, dalla quale risulta che i titoli emessi da società conformi al principio *one share = one vote* presentano una volatilità inferiore rispetto a quelli emessi da società che se ne discostano: VENTORUZZO, *The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler–Fiat*, EGCI – Law Working Paper No. 288/2015, 11 s.

²⁷ Anche questa definizione è tratta da BARCELLONA, sub *art. 2351, cit.*, 571. Cfr., sul punto, anche ID., *Rischio e potere nel diritto societario riformato (fra golden quota di s.r.l. e strumenti finanziari di s.p.a.)*, Torino, 2012, 175 ss.

decisionale, con particolare riguardo alla possibilità di estrazione di benefici privati a scapito della società e degli altri azionisti. Da questa prospettiva, quanto più marcata è la discrepanza tra il rischio effettivamente sopportato e l'influenza esercitata sulle decisioni societarie, tanto maggiore risulta il pericolo che l'azionista di controllo agisca con finalità opportunistiche nell'ottica di espoliare la società, piuttosto che alla preservazione del valore della sua partecipazione sociale.

In breve, la logica sottesa al primo filone argomentativo mira a prevenire il rischio che scelte legittime vengano orientate da incentivi distorti, nel secondo si intende limitare il pericolo che l'interesse individuale conduca a decisioni illegittime o dannose per la società nel suo complesso.

A favore della possibilità di derogare alla correlazione tradizionale tra rischio e potere decisionale invece militano le seguenti argomentazioni. Un *primo* argomento, di natura prevalentemente macroeconomica, pur riconoscendo i benefici connessi alla regola proporzionale *un'azione = un voto*, sostiene che tale principio possa costituire un disincentivo all'accesso al mercato dei capitali (*initial public offering*, "IPO"): ciò risulterebbe particolarmente rilevante per quegli imprenditori per i quali il beneficio derivante dall'ingresso di investitori esterni risulterebbe inferiore al costo connesso alla diluizione del controllo. La conseguenza potenziale di tale fenomeno sarebbe una perdita di benefici macroeconomici più ampi, in quanto le imprese potrebbero optare per non quotarsi, limitando la loro crescita dimensionale e, più in generale, la dinamica di sviluppo del tessuto economico e della comunità sociale nel suo complesso²⁸.

In altri termini, secondo questa impostazione, il vantaggio derivante da una presunta efficienza complessiva per il sistema economico – in quanto un numero più elevato di IPO dovrebbe tradursi, nell'argomento, in una maggiore crescita – compenserebbe i costi generati a livello della singola società, dove la deviazione dal principio di proporzionalità tra capitale e diritti di voto determinerebbe un assetto sub-ottimale.

È stato correttamente osservato che una simile ricostruzione, per quanto suggestiva sul piano teorico, non appare tuttavia convincente²⁹.

Per sostenere la tesi per cui le deviazioni non-proporzionali sarebbero una sorta di condicio *sine qua non* per convincere gli imprenditori al «passo» dell'IPO, sarebbe

²⁸ ZINGALES, *Insider Ownership and the Decision to Go Public*, 62 *Review of Economic Studies*, 1995, 425; ALVARO-CIAVARELLA-D'ERMO-LANCIANO, *La deviazione dal principio*, cit., 12 e 53.

²⁹ Il riferimento resta a BARCELONA, sub *art. 2351 c.c.*, cit.

necessario dimostrare, in termini macroeconomici, non solo che il costo ipotetico della sub-ottimalità interna alle società sia effettivamente compensato dal beneficio in termini di crescita del PIL (in ragione delle maggiori *chances* di crescita di una società quotata rispetto a una non quotata), ma anche che la regola proporzionale rappresenti in modo statisticamente significativo un ostacolo effettivo alla decisione degli imprenditori di procedere alla quotazione³⁰. Senza evidenze di tale natura, l'argomento rischia di restare sul piano puramente teorico.

Non sembra poi del tutto convincente, nel tentativo di neutralizzare i rilievi critici, l'obiezione per cui gli investitori sarebbero comunque compensati per il maggior rischio derivante dall'adozione di meccanismi di consolidamento del controllo (CEM), in quanto le IPO di società caratterizzate da assetti di controllo rafforzato sarebbero sistematicamente collocate a un prezzo "scontato"³¹. In quest'ottica, anche ammettendo che gli investitori possano essere in qualche modo compensati per il rischio supplementare derivante da assetti di *governance* potenzialmente inefficaci [ad esempio attraverso un prezzo iniziale più basso in fase di collocamento], non si può trascurare – coerentemente con la visione (*lato sensu*) *macro-economica* – che una tale "remunerazione" rimane circoscritta ai soli soggetti finanziatori e non estende i suoi effetti nei confronti degli altri *stakeholders* (lavoratori, fornitori, creditori non professionali) che – partecipando indirettamente alla vita economica dell'impresa – si trovano esposti ai rischi connessi a una società soggetta ad un assetto sub-ottimale.

³⁰ Avanza dubbi al riguardo VENTORUZZO, *The Disappearing*, cit., 12. Si assuma, per ipotesi, che tale premessa sia dimostrabile e veritiera. Per valutare se la deviazione non proporzionale sia complessivamente socialmente benefica, occorrerà comunque dimostrare che l'ipotetico vantaggio derivante da tutte le IPO – che, senza l'adozione del CEM, non avrebbero avuto luogo – superi effettivamente i costi connessi alla sub-ottimalità societaria. Ciò riguarda la circostanza per cui, una volta liberalizzato il CEM, esso può essere adottato non solo dagli imprenditori per i quali era condizione essenziale alla quotazione, ma anche da quelli che si sarebbero quotati indipendentemente dal CEM. Si consideri, inoltre, che il CEM possa consentire un'IPO che altrimenti non si sarebbe realizzata e che l'imprenditore beneficiario abbia premiato gli investitori con risultati eccellenti, contribuendo positivamente al PIL. Tuttavia, resta da interrogarsi sulla sostenibilità di tale arricchimento (micro e macroeconomico) in un'ottica di lungo periodo: BARCELLONA, sub art. 2351, co. 4, c.c., cit., 573 ss. ipotizza essi possano, nella migliore delle ipotesi, risultare meno idonei a una gestione fisiologicamente *risk-oriented*, oppure, nella peggiore, essere incentivati dal CEM a perseguire pratiche di estrazione privata di benefici. In tale contesto, l'A. osserva che – poiché «*la bontà di una regola non solo sul piano dell'ottimalità societaria, ma anche sul piano dell'economia generale, si misura rispetto al momento critico, non già rispetto al momento favorevole*» – la ricchezza precedentemente percepita come «*prodotta*» rischierebbe di essere successivamente «*distrutta*».

³¹ Secondo ALVARO-CIAVARELLA-D'ERAMO-LANCIANO, *La deviazione dal principio*, cit., 55, il mercato tende a riflettere nei prezzi i rischi connessi a possibili inefficienze o all'estrazione di benefici privati, penalizzando così la valutazione iniziale dell'offerta.

Una *seconda* argomentazione a favore della deviazione dalla tradizionale correlazione rischio–potere evidenzia come la riduzione del costo del controllo possa favorire l'emersione di un *monitoring shareholder*, ossia di un azionista capace di esercitare un controllo attivo e diligente sull'operato della gestione, preservando non solo il proprio investimento, ma proteggendo anche quello degli altri azionisti³². Tale argomento si fonda sulla constatazione che, nelle società a proprietà diffusa, il rischio di autoreferenzialità gestoria – con il conseguente incremento del rischio di patologie, quali l'estrazione di benefici privati – risulta significativamente più elevato in assenza di un azionista di controllo di ampie dimensioni, dotato sia della capacità sia degli incentivi per esercitare un monitoraggio efficace³³.

Tuttavia, l'ipotesi secondo cui una deviazione dalla regola proporzionale possa favorire l'emersione di un azionista di minoranza controllante solleva importanti questioni critiche.

Se *da un lato* tale meccanismo potrebbe ridurre il rischio che siano i *manager* ad agire in modo opportunistico, estraendo benefici privati a proprio vantaggio e a danno della società, *dall'altro* in modo significativo il rischio che sia proprio il *minority blockholder* a sostituirsi in tale attività estrattiva. Il tutto con l'aggravante che per limitare il rischio rappresentato da un soggetto potenzialmente opportunistico (*manager infedele*), si crea un soggetto ancor più pericoloso (azionista *infedele*), passando da un assetto in cui la posizione di potenziale estrattore di benefici privati è ricoperta dal *manager*, in forza di un titolo contrattuale comunque instabile (: mandato gestorio strutturalmente a tempo determinato), a un assetto in cui tale posizione è ricoperta dal *minority shareholder*, in forza di un titolo proprietario stabile (: la proprietà delle azioni più–che–proporzionali non è soggetta ad alcun termine di prescrizione).

Inoltre, la propensione all'estrazione di benefici privati da parte di un azionista che gode, grazie al depotenziamento di potere degli azionisti «normalmente» proporzionali, di un potere *più–che–proporzionale* risulta aggravata in misura esponenziale: gli incentivi

³² ALVARO–CIAVARELLA–D'ERAMO–LANCIANO, *La deviazione dal principio*, cit., 15. Con specifico riferimento al ruolo degli investitori istituzionali quali *monitoring shareholder*, EREDE–SANDRELLI, *Attivismo dei soci*, cit., 931 ss.

³³ Infatti, nelle società a proprietà concentrata il conflitto è interno alla proprietà (fra *controlling shareholder* e *minority shareholder*), mentre nelle società a proprietà diffusa il conflitto è esterno alla proprietà (fra *shareholder* e *manager*). Tuttavia, sebbene rispetto alla compagine proprietaria dei *principal* solo il gestore è *agent* a tutti gli effetti, anche l'azionista di maggioranza è un *agent* (sia pure solo *de facto* e parzialmente) poiché, proprio in virtù del suo «controllo», gestisce un patrimonio (anche) altrui.

all'estrazione di benefici privati crescono a fronte di un azionista *più-che-proporzionale*³⁴.

4.– *L'introduzione delle azioni non voting a seguito della riforma del 2003*

Rispetto al quadro normativo previgente si è detto che oggi il diritto societario si caratterizza per una maggiore apertura alla flessibilità statutaria, consentendo alle società di modulare i diritti di voto in funzione delle proprie specifiche esigenze organizzative³⁵.

In proposito, occorre anzitutto rilevare come la riforma del 2003 abbia introdotto un rilevante mutamento di prospettiva, estendendo a tutte le società per azioni – siano esse chiuse, quotate o comunque aperte alla raccolta di capitale – la facoltà di emettere *categorie speciali di azioni prive del diritto di voto*, ovvero dotate di *diritto di voto limitato a particolari argomenti* o, ancora, *il cui esercizio sia subordinato al verificarsi di specifiche condizioni non meramente potestative* (nel prosieguo, anche, “azioni non voting”).

Un ulteriore profilo di significativa discontinuità rispetto al sistema previgente consiste nella possibilità – oggi riconosciuta – di emettere tali azioni anche senza l'attribuzione di corrispondenti vantaggi patrimoniali aggiuntivi. In altri termini, l'ordinamento consente ora di intervenire direttamente sull'assetto del potere decisionale interno alla società, senza che ciò comporti necessariamente una parallela redistribuzione dei diritti economici³⁶.

³⁴ Senza tener conto della natura del capitalismo domestico fatto, nel quale la società a proprietà largamente diffusa è sostanzialmente residuale, atteso che la maggior parte delle società italiane (ci si riferisce, ovviamente, a quelle quotate) è pur sempre soggetta al controllo se non di diritto, comunque di fatto di uno o più azionisti. Il che vale a dire che la minaccia di estrazione di benefici privati non proviene affatto da un ceto manageriale che sfugga al monitoraggio del ceto proprietario, bensì dal ceto dei proprietari controllanti che sfuggono al monitoraggio dei minoritari. In un simile contesto, rafforzare i meccanismi del controllo *più-che-proporzionale* non è semplicemente inutile, ma parrebbe controproducente: ne sono consapevoli ALVARO–CIAVARELLA–D'ERAMO–LANCIANO, *La deviazione dal principio*, cit., 52 ss.

³⁵ Cfr. ANGELICI, *Le azioni*, in MARCHETTI–(diretto da), *Il codice civile – Commentario*, NOTARI (a cura di), *Azioni*, 2008, 168 ss. per un quadro della normativa prima della riforma del 2003. V., inoltre, tra gli altri: TOMBARI, sub *art. 2351 c.c.*, in ABBADESSA–PORTALE (a cura di), *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, I, Milano, 2016, 555 ss. LA SALA, *Principio capitalistico*, cit., 1 ss.

³⁶ Nulla impedisce, peraltro, di collegare anche in tali ipotesi la restrizione del voto a un vantaggio patrimoniale: la vera novità introdotta dalla riforma consiste nell'aver reso, per le società non quotate, tale legame meramente eventuale. Sul punto LIBERTINI–MIRONE–SANFILIPPO, sub *art. 2351 c.c.*, in D'ALESSANDRO (diretto da), *Commentario Romano al Nuovo diritto delle società*, Artt. 2325–2379–ter, Padova, 2010, 272 e 273; ANGELILLIS–VITALI, sub *art. 2351 c.c.*, cit., 401 ss.; SANTORO, sub *art. 2351 c.c.*, in SANTORO–SANDULLI (a cura di), *La riforma delle società*, 148 ss.; GINEVRA, *La partecipazione*, cit., 390; NOTARI, *Disposizioni generali*, cit., 146 e 147; GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, 2003, 129 e 130; TOMBARI, *Azioni di risparmio e strumenti*, cit., 1075; NOTARI, *Le categorie*, cit., 93; STAGNO

Nel contesto di un intervento normativo che ha incrementato sensibilmente le possibilità di differenziazione delle categorie di azioni con diritto di voto limitato, il legislatore ha nondimeno ritenuto necessario preservare un vincolo volto a scongiurare eccessivi squilibri nei rapporti di potere all'interno della società, introducendo un vincolo di carattere quantitativo alle azioni prive di diritto di voto (o comunque caratterizzate da un diritto di voto limitato). In tale ottica, il secondo comma dell'articolo 2351 espressamente stabilisce che il valore complessivo delle *azioni non voting* non possa eccedere la metà del capitale sociale³⁷, al fine di evitare una sproporzione tra la misura dell'investimento patrimoniale e l'incidenza effettiva sulla formazione della volontà sociale, con il rischio che un socio titolare di una quota ridotta del capitale riesca – per il solo fatto di possedere esclusivamente azioni a voto pieno – a esercitare un'influenza *ingiustificata*³⁸.

Si tratta di un limite che, pur ispirato a una logica di riequilibrio, non esclude scenari idonei a incidere in maniera significativa sulla distribuzione del potere di controllo.

D'ALCONTRES, sub *art. 2351 c.c.*, cit., 304; ABRIANI, sub *art. 2351 c.c.*, cit., 311. Nel senso invece che sarebbe comunque necessario un privilegio BLANDINI, *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Giur. Comm.*, 2004, I, 477, 478, e 487.

³⁷ Il limite inderogabile di proporzione tra le azioni senza voto o con voto limitato e azioni con diritto di voto pieno (*azioni voting*) è stabilito in un rapporto massimo di 1:1: il numero delle prime non può infatti superare quello delle seconde: Cfr., al proposito, LA SALA, *Il voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, 2009, spec. 21 e 89 ss. Sul rilievo che tale limite assume anche rispetto a modulazioni della posizione del socio non riconducibili all'emissione di azioni a voto limitato o condizionato, v. pure *infra*. In tema di limitazioni del diritto di cui all'art. 2351 c.c., oltre alla monografia dell'A. da ultimo citata, v. anche ABRIANI, sub *art. 2351 c.c.*, cit., 310 ss.; ANGELILLIS-VITALI, sub *art. 2351 c.c.*, cit., 371 ss.; MIGNONE, sub *art. 2351, co. 5, c.c.*, in COTTINO-BONFANTE-CAGNASSO-MONTALENTI (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, I, Torino, 2004, 331 ss.; STAGNO D'ALCONTRES, sub *art. 2351 c.c.*, cit., 301 ss. BARCELLONA, *Rischio e potere*, cit., 111 ss.

³⁸ A quest'ultimo proposito, in sede di primo commento alla riforma si è osservato che «*il perdurante limite quantitativo all'emissione di azioni a voto non pieno e il ribadito divieto di voto plurimo*» impongono di «*valutare con estrema prudenza la legittimità di clausole dirette a istituire categorie di azioni dotate del potere di nomina della maggioranza*» dei componenti degli organi sociali, onde evitare che tali previsioni si pongano «*in contrasto con la ratio sottesa ai divieti sin qui esaminati, potendo determinare l'assegnazione del controllo (finanche di diritto) sulla società a chi non possiede adeguate percentuali del capitale di rischio*» Così ABRIANI, sub *art. 2351 c.c.*, cit., 324 s.; in senso conforme v. anche GIAMPAOLINO, «*Nuove*» *funzioni*, cit., 625 ss., per il quale «*è necessario che la clausola non eluda al momento della sua introduzione la disposizione che impone che sia la maggioranza del capitale ad essere titolare del potere di nominare e revocare gli amministratori*»). Conclusione che ha incontrato il favore della maggior parte della dottrina che si è espressa sul punto. Con riferimento al quadro normativo anteriore alla riforma del voto plurimo: ABRIANI, *Le azioni e gli altri*, cit., 307, ha rilevato come, pur in presenza di una persistente «*volontà legislativa di preservare il rapporto tra proprietà e controllo*», debba ritenersi ammissibile una clausola statutaria che attribuisca il potere di nomina degli amministratori a chi detenga almeno la maggioranza del capitale; ABRIANI, *La struttura finanziaria delle società di capitali nel progetto Mirone e nella legge delega per la riforma del diritto societario: un primo confronto*, in Associazione Preite, *Verso un nuovo diritto societario*, Il Mulino, 2002, 296; ABRIANI, sub *art. 2351 c.c.*, cit., 321 ss.

NUMERO DI AZIONI	VALORE	CAPITALE SOCIALE			
10.000	100,00 €	1.000.000,00 €			
	%	numero azioni	numero voti	governance	exposure
% di azioni senza voto	50,0%	5.000	-	0%	50%
% di azioni con super voto	0,0%	-	-	0%	0%
% azioni con 1 voto	50,0%	5.000	5.000	100%	50%
totale	100,0%	10.000	5.000	100%	100%

Tabella 1): si consideri, ad esempio, una società con capitale sociale pari a euro 1.000.000,00, suddiviso in complessive n. 10.000 azioni del valore nominale di euro 100,00 ciascuna, ripartite in misura paritaria tra: *i*) azioni dotate di diritto di voto pieno (pari al 50% del totale) e *ii*) azioni prive del diritto di voto (pari al restante 50%). In una simile configurazione, la totalità dei diritti di voto risulta concentrata nelle sole 5.000 azioni a voto regolare, con la conseguenza che il controllo della società può essere conseguito mediante la titolarità di n. 2.501 di tali azioni, corrispondenti al 25% più un'azione del relativo capitale, per un controvalore pari a euro 250.100,00.

In tal caso un socio, pur detenendo soltanto il 25% del capitale [rappresentato dal totale delle azioni a voto pieno] riesce comunque a conseguire la maggioranza dei voti in assemblea, e dunque il controllo della società. Tale situazione si verifica qualora il restante del capitale sociale risulti ripartito in larga misura in azioni prive del diritto di voto – fino alla soglia massima del 50% consentita dalla norma – attribuite a un altro socio. In tale configurazione, quest'ultimo, pur formalmente titolare di una partecipazione pari a circa il 74,9% del capitale, rimane sostanzialmente escluso dal governo societario, mentre il socio di minoranza, con poco più di un quarto del capitale, acquisisce il controllo effettivo.

Al riguardo, occorre porre mente alla circostanza che il tetto della metà del capitale sociale per le azioni a voto limitato, nella stessa intenzione del legislatore, è posto con l'obiettivo di «evitare la concentrazione del potere gestorio in un'aliquota troppo esigua del capitale sociale coll'imporre che almeno la metà delle azioni emesse siano munite del diritto di voto nella sua pienezza»³⁹.

In particolare, la disposizione mira a garantire che, nell'assemblea ordinaria chiamata a esercitare il controllo della società tramite la nomina degli amministratori, le azioni con diritto di voto pieno rappresentino almeno la metà del capitale sociale. In tal modo, si impedisce che il controllo di diritto possa essere conseguito da chi detenga meno di un quarto del capitale sociale complessivo, sufficiente a integrare il *quorum* deliberativo qualora partecipino all'assemblea tutti gli azionisti titolari di azioni a voto pieno.

³⁹ Così, per tutti, BIONE, *Le azioni* (1991), cit., 56.

Come è noto, però, il novellato articolo 2351 c.c. non si limita, introducendo così un rilevante elemento di discontinuità rispetto al regime previgente, a estendere anche alle società per azioni chiuse la facoltà di emettere azioni *prive* del diritto di voto⁴⁰.

La disciplina in esame si colloca infatti all'interno di un più ampio processo di progressiva differenziazione dei diritti sociali, attraverso cui il legislatore ha inteso ampliare gli strumenti a disposizione dell'autonomia statutaria. Le azioni prive o limitate nel diritto di voto consentono infatti, a seconda della loro concreta conformazione, una significativa modulazione della posizione giuridica del socio⁴¹, incidendo in modo diretto sull'esercizio del diritto di voto e rendendolo, in tal senso, maggiormente *disponibile* e suscettibile di adattamento alle esigenze della società⁴².

Ciò che tuttavia merita particolare attenzione, nel contesto della presente analisi, è un ulteriore e ben più rilevante profilo della disciplina.

Per lungo tempo il nostro ordinamento ha consacrato – sin dall'entrata in vigore del codice civile – un espresso divieto di emettere azioni a voto plurimo, sancito dall'originario quarto comma dell'art. 2351 c.c. («*non possono emettersi azioni a voto plurimo*»). Tale disposizione ha rappresentato per decenni un autentico pilastro del diritto societario italiano, resistendo persino all'ampia revisione operata dalla riforma organica del 2003, che pure ha inciso profondamente su molti altri profili della *governance* societaria.

Il divieto è stato superato soltanto con l'approvazione della legge 21 agosto 2014, n. 116, che – segnando un passaggio di assoluta rilevanza sistematica e una svolta radicale

⁴⁰ Nel diritto azionario anteriore alla riforma del 2003, le società per azioni con titoli non quotati potevano emettere unicamente azioni a voto limitato (*rectius*, azioni che attribuivano il diritto di voto esclusivamente in assemblea straordinaria), ma non azioni completamente prive di voto. Tali azioni, inoltre, dovevano essere necessariamente corredate da vantaggi patrimoniali, sia nella distribuzione degli utili sia nella ripartizione del capitale in caso di scioglimento della società: cfr. art. 2351, co. 2, testo previgente alla novella del 2003; sulla disciplina delle azioni a voto limitato nel codice civile del 1942, v. per tutti ANGELICI, *Le azioni*, cit., 168 ss. Diversamente, soltanto per le società le cui azioni ordinarie fossero ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati italiani o dell'Unione europea era consentita l'emissione di strumenti del tutto privi del diritto di voto, purché assistiti da specifici privilegi di carattere economico: cfr. artt. 145 ss., d.lgs. n. 58/1998; in argomento, TOMBARI, *Azioni di risparmio e strumenti*, cit., *passim*; ID., *Azioni di risparmio e tutela*, cit., 1062 ss., ove ulteriori riferimenti bibliografici in merito alla controversa figura delle azioni di risparmio.

⁴¹ Il riferimento è, in primo luogo, alle azioni a voto condizionato, potendo l'evento cui subordinare l'esercizio del diritto di voto assumere le più svariate configurazioni, anche connesse alla persona dei soci: cfr. LA SALA, *Il voto*, cit., 18 ss.

⁴² Cfr. ABRIANI, sub *art. 2351 c.c.*, cit., 312. In tale prospettiva, è stata altresì formulata la constatazione secondo cui il diritto di voto non costituirebbe più elemento tipologico della partecipazione *azionaria*: ANGELILLIS-VITALI, sub *art. 2351 c.c.*, cit., 399.

nella disciplina delle società per azioni, con conseguenze di grande impatto sull'assetto dei rapporti di potere all'interno delle stesse – ha modificato il quarto comma dell'art. 2351 c.c., sancendo espressamente che lo statuto può prevedere la creazione di azioni con diritto di voto plurimo, anche limitatamente a particolari argomenti o subordinatamente al verificarsi di specifiche condizioni non meramente potestative, precisando altresì che «ciascuna azione a voto plurimo può attribuire fino a un massimo di tre voti».

5.– *Le azioni a voto plurimo a seguito della novella del 2014: l'espansione dei CEM*

L'introduzione della possibilità di emettere azioni a voto plurimo ha segnato – almeno sul piano formale – il definitivo superamento del tradizionale principio *un'azione = un voto*, che aveva costituito per oltre settant'anni uno dei cardini fondamentali dell'assetto societario disegnato dal legislatore del 1942⁴³.

L'ingresso delle azioni a voto plurimo nel catalogo delle *categorie speciali* – incidendo direttamente sull'equilibrio tra partecipazione al capitale e potere di voto e recidendo quell'automatismo che aveva storicamente garantito una corrispondenza tendenzialmente proporzionale tra rischio economico assunto e influenza esercitata – ha determinato effetti sistemici di rilievo che il legislatore della riforma non ha tuttavia esplicitato, lasciando aperti diversi interrogativi circa la portata e le implicazioni concrete di tale scelta⁴⁴.

Tra i profili maggiormente controversi merita particolare attenzione la questione se le azioni a voto plurimo debbano essere ricondotte – al pari delle azioni prive di voto, di quelle con diritto di voto limitato e subordinato al verificarsi di particolari condizioni – nell'ambito applicativo del secondo comma dell'art. 2351 c.c., con tutte le conseguenze

⁴³ È noto che la facoltà statutaria di introdurre il voto plurimo nelle società non quotate – e, in taluni casi, anche in quelle quotate, purché prevista anteriormente alla quotazione (art. 127–sexies TUF) – deriva dalle modifiche introdotte dalla legge n. 116/2014, di conversione del d.l. n. 91/2014. Tale intervento ha novellato l'articolo 2351, comma 4, c.c., eliminando il divieto di voto plurimo, e ha aggiornato il comma 3, consentendo la fissazione di limiti massimi e l'adozione del voto scalare in qualsiasi società per azioni, aperta o chiusa. Sull'introduzione delle azioni a voto plurimo, cfr. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 3 ss.; LAMANDINI, *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, *Giur. comm.*, 2015, I, 491; SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, *Riv. soc.*, 2015, 134 ss., ivi, 149 ss.; VENTORUZZO, *Un'azione, un voto: un principio di abbandonare?*, in *Giur. comm.*, 2015, 512; MAROCCHI, *Sull'attualità della correlazione*, cit., 221. Il dibattito dottrinale e giurisprudenziale sull'introduzione delle azioni a voto plurimo si è concentrato in particolare sulla loro funzione di strumento volto alla stabilizzazione del controllo, ossia sulla possibilità di «puntellare» la *governance* societaria, limitandone il ricambio: l'espressione è tratta da 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, 319 e da ZINGALES, *Quel voto plurimo così opaco*, *Il sole 24 ore*, 1° agosto 2014.

⁴⁴ Per SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi*, cit., 153, «è la stessa legge che pone limiti diversi nelle diverse fattispecie senza preoccuparsi di un efficiente coordinamento».

che ne deriverebbero in termini di soggezione al limite quantitativo del 50% del capitale sociale.

L'interrogativo si collega, più in generale, al problema ermeneutico concernente la portata della disposizione: ci si domanda, infatti, se essa debba essere interpretata come norma di carattere generale, destinata a regolare i rapporti tra le diverse categorie di azioni, oppure se la sua applicazione debba ritenersi circoscritta alle sole ipotesi espressamente menzionate (: le *azioni non voting*)⁴⁵.

È significativo osservare come la dottrina che si è occupata del tema delle azioni a voto plurimo raramente ha affrontato *ex professo* la questione dell'applicabilità del limite sancito dal secondo comma dell'articolo 2351 c.c. Tale silenzio appare, tuttavia, riconducibile a un presupposto di fondo condiviso – talvolta enunciato chiaramente, più spesso soltanto presupposto in via implicita – secondo cui la soluzione sarebbe già insita nel dato testuale della norma. In particolare, *da un lato*, il secondo comma dell'articolo in questione menziona esclusivamente le categorie di azioni «*senza voto, con voto limitato a particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative*»⁴⁶; *dall'altro*, il quarto comma dello stesso articolo, pur disciplinando in modo specifico le azioni a voto plurimo, non contempla alcuna soglia quantitativa alla loro emissione, limitandosi piuttosto a fissare un tetto massimo al numero dei voti attribuibili a ciascuna azione.

Da tale assetto normativo dunque è derivata – salvo alcune isolate opinioni discordanti⁴⁷ – una diffusa convinzione, e al più qualche perplessità, secondo cui il limite quantitativo stabilito dal secondo comma dell'art. 2351 c.c. non sarebbe applicabile alle azioni a voto

⁴⁵ Resta aperta la questione se tale disciplina debba ritenersi limitata esclusivamente alle categorie di azioni espressamente menzionate – ossia quelle caratterizzate da una restrizione del diritto di voto, c.d. azioni a voto «*compresso*», secondo l'espressione di GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, *Giur. comm.*, 2015, 779 ss., ivi, 785 – oppure se possa estendersi anche a strumenti che, al contrario, incrementano il potere di voto attraverso la previsione di un voto “plurimo”.

⁴⁶ In questo senso ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, 29 settembre 2014, 5 e 11 ss., consultabile all'indirizzo giustiziacivile.com.

⁴⁷ Diversamente orientati LIBERTINI–ANGELICI, *Un dialogo*, cit., 1 e 7, propensi ad applicare il limite del secondo comma, ma (non tanto per ragioni di ordine sistematico, quanto per) ragioni di politica del diritto [argomento sul quale si ritornerà, *infra*, paragrafo 7] e CARIELLO, *Un formidabile strumento di dominio economico: contrapposizioni teoriche, battaglie finanziarie e tensioni ideologiche sul voto potenziato tra le due guerre mondiali*, 2015, 495, il quale sottolinea la «*falla ermeneutica*» del mancato coordinamento tra il secondo e il quarto comma, ritenendo che l'interprete vi debba supplire.

plurimo⁴⁸. A tal riguardo, sono state avanzate due linee argomentative, rispettivamente di carattere letterale e teleologico.

Sul *piano letterale* è stato rilevato, ancora, che l'art. 2351 c.c. non contempla alcun divieto espresso di cumulo, mentre l'assenza di una simile previsione appare significativa alla luce della scelta del legislatore di introdurre esplicitamente preclusioni analoghe in altri contesti – come avviene nelle società quotate per le azioni a voto plurimo (art. 127–*sexies*, TUF) – costituisce un indice *a contrario* dell'intenzione normativa di non estendere tale divieto al caso in esame.

Sul *piano teleologico* si è osservato che l'ordinamento – introducendo il tetto massimo tre voti per ciascuna azione a voto plurimo⁴⁹ – finirebbe per realizzare sotto il profilo della dissociazione fra *potere* e *rischio* un risultato sostanzialmente *identico* a quello già realizzato dalle azioni *non voting* mediante la soglia del 50% del capitale sociale. In entrambi i casi, infatti, si determina la possibilità che il controllo assembleare sia acquisito pur senza il possesso della maggioranza assoluta del capitale sottoscritto: *da un lato*, attraverso l'emissione di azioni senza voto fino alla metà del capitale, che consente al titolare di poco più di un quarto delle azioni di assicurarsi il controllo; *dall'altro*, tramite l'attribuzione del voto triplo a una partecipazione pari al 25% più un'azione, che concentra ugualmente il potere decisionale in capo a un unico socio.

Ove non si ammettesse la cumulabilità, l'efficacia innovativa della riforma risulterebbe sostanzialmente neutralizzata: il grado di dissociazione tra *potere* e *rischio* assicurato dal voto triplo appare, infatti, del tutto comparabile a quello ottenibile mediante l'emissione di azioni prive di voto fino al limite della metà del capitale sociale, e una preclusione del

⁴⁸ BARCELLONA, sub art. 2351, co. 4, c.c., cit., 567 ss.; ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggioranza*, cit., 12; CIOCCA, *Il voto di lista*, cit., 279, secondo cui «il problema della concentrazione del potere in presenza di azioni a voto plurimo è affidato esclusivamente al limite di tre voti per azione (art. 2351, 4° comma, c.c.). Quest'ultima norma e il vincolo della metà del capitale sociale hanno ciascuno il proprio ambito di applicazione». Nello stesso senso, ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 4 s. Tuttavia, lo stesso A. osserva come un effetto sostanzialmente equivalente a quello ottenuto attraverso l'utilizzo congiunto delle azioni a voto plurimo e *non voting* avrebbe potuto essere raggiunto modificando il rapporto imperativo tra azioni *non voting* e azioni ordinarie (così anche; SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi*, cit., 143 ss.). Se, infatti, l'ordinamento avesse consentito l'emissione fino a 75 azioni non votanti a fronte di 25 azioni votanti, il grado di dissociazione fra “rischio” e “potere” sarebbe stato assolutamente identico rispetto a quello che diverrebbe possibile mediante l'utilizzo congiunto di azioni *non-voting* (fino alla metà del capitale sociale) e di azioni *multiple voting* (fino al limite del voto triplo).

⁴⁹ Sull'attuale tetto di dieci voti, cfr. *infra*, in questo paragrafo.

cumulo ne ridurrebbe significativamente l'impatto sull'assetto dei rapporti di controllo societario⁵⁰.

NUMERO DI AZIONI	VALORE	CAPITALE SOCIALE			
10.000	100,00 €	1.000.000,00 €			
SUPER POWER VOTE	3				
	%	numero azioni	numero voti	governance	exposure
% di azioni senza voto	0,0%	-	-	0%	0%
% di azioni con super voto	25,0%	2.500	7.500	50%	25%
% azioni con 1 voto	75,0%	7.500	7.500	50%	75%
totale	100,0%	10.000	15.000	100%	100%

Tabella 2): Si consideri, ad esempio, una società con capitale sociale pari a euro 1.000.000,00, suddiviso in complessive n. 10.000 azioni del valore nominale di euro 100,00 ciascuna, così ripartite: *i*) n. 2.500 azioni (pari al 25% del capitale) dotate di voto plurimo, attribuite tre voti per ciascun titolo, per un totale di 7.500 voti; *ii*) n. 7.500 azioni (pari al 75% del capitale) munite di un solo voto per azione, per un totale di ulteriori 7.500 voti. Ne deriva che il complessivo numero di voti esercitabili in assemblea ammonta a 15.000, dei quali il 50% è riconducibile alle sole 2.500 azioni a voto plurimo. In tale configurazione, il controllo assembleare può essere conseguito mediante la titolarità di n. 2.500 azioni a voto plurimo (pari al 25% del capitale sociale) più un'azione ordinaria, per un controvalore di euro 250.100,00.

Da questo (opinabile) angolo visuale, la liberalizzazione del voto plurimo avrebbe inciso sul *quantum* tollerabile di dissociazione tra *potere* e *rischio*, elevandolo (: e in questo consisterebbe la reale portata innovativa della riforma) dal rapporto di 4:1 al rapporto di 8:1. Mentre nel quadro normativo successivo alla riforma del 2003 – e in assenza di azioni a voto plurimo – il controllo di diritto richiedeva la titolarità di poco più di un quarto del capitale sociale, con la novella del 2014 lo stesso risultato può essere conseguito mediante il ricorso congiunto [entro i limiti massimi consentiti] sia a categorie di azioni *multiple voting*, sia ad azioni *non voting*, con la conseguenza che la soglia di capitale necessaria si riduce a poco più di un ottavo⁵¹.

⁵⁰ *Contra*, LIBERTINI-ANGELICI, *Un dialogo*, cit., 1 s., 13 i quali, dall'ultimo periodo del secondo comma dell'art. 2351 c.c., desumono il principio secondo cui l'utilizzo congiunto di azioni a voto plurimo e di azioni a voto limitato sarebbe ammissibile esclusivamente in favore di chi detenga almeno il 25% del capitale sociale più un'azione. Sul punto, si rinvia a quanto più diffusamente esposto, *infra*, paragrafo 7.

⁵¹ Secondo tale impostazione, mentre nel caso delle azioni *non voting* la limitazione della disarticolazione tra rischio e potere decisionale è perseguita mediante l'introduzione di una soglia complessiva riferita al totale delle azioni emesse (*non voting/voting*), per le azioni a voto plurimo la medesima funzione è assolta dal vincolo legale che ne determina il coefficiente di moltiplicazione. In entrambe le ipotesi, pertanto, la disciplina mira a contenere la divergenza tra potere di influenza e rischio economico, sebbene attraverso meccanismi diversi ma sostanzialmente equivalenti: nel caso delle azioni senza voto, la sproporzione aumenta in proporzione alla loro incidenza sul capitale sociale; nel caso delle azioni a voto plurimo, al contrario, essa tende a ridursi all'aumentare della loro quota. In altri termini, se l'intero capitale fosse composto da azioni a voto potenziato, verrebbe meno qualsiasi asimmetria tra rischio assunto e potere esercitabile. La novità introdotta dalla liberalizzazione delle azioni a voto plurimo appare dunque non tanto qualitativa – ossia riconducibile alla rimozione di un ipotetico divieto di CEM – quanto piuttosto quantitativa, in quanto si traduce in un rafforzamento degli strumenti di concentrazione del controllo già

In termini più concreti, secondo tale impostazione, il meccanismo del CEM realizzato mediante l'emissione di azioni a voto plurimo può cumularsi con quello derivante dall'utilizzo di azioni prive del diritto di voto, per cui nulla vieta che una società proceda contestualmente all'emissione di una quota significativa di azioni prive di diritto di voto e, parallelamente, all'introduzione di categorie speciali di azioni dotate di voto plurimo⁵².

L'impiego congiunto di tali strumenti si configura come un meccanismo idoneo a incidere in modo significativo sulla distribuzione del potere decisionale, poiché riduce sensibilmente la partecipazione necessaria per conseguire la maggioranza dei voti e, di conseguenza, il controllo societario⁵³.

NUMERO DI AZIONI	VALORE	CAPITALE SOCIALE			
10.000	100,00 €	1.000.000,00 €			
SUPER POWER VOTE	3				
	%	numero azioni	numero voti	governance	exposure
% di azioni senza voto	50,0%	5.000	-	0%	50%
% di azioni con super voto	12,5%	1.250	3.750	50%	13%
% azioni con 1 voto	37,5%	3.750	3.750	50%	38%
totale	100,0%	10.000	7.500	100%	100%

Tabella 3): Si consideri, ad esempio, una società con capitale sociale pari a euro 1.000.000,00, suddiviso in complessive n. 10.000 azioni del valore nominale di euro 100,00 ciascuna, così ripartite: *i*) n. 5.000 azioni prive del diritto di voto (pari al 50% del capitale sociale); *ii*) n. 1.250 azioni (pari al 12,5% del capitale) dotate di voto plurimo, attribuite tre voti per ciascun titolo, per un totale di 3.750 voti; *iii*) n. 3.750 azioni (pari al 37,5% del capitale) munite di un solo voto ciascuna, per un totale di ulteriori 3.750 voti. Ne deriva che il complessivo numero di voti esercitabili in assemblea ammonta a 7.500, dei quali il 50% è riconducibile alle sole 1.250 azioni a voto plurimo. In tale configurazione, il controllo assembleare può essere conseguito mediante la titolarità di n. 1.250 azioni a voto plurimo (pari al 12,5% del capitale sociale), per un controvalore di euro 125.000,00.

In questa prospettiva, la combinazione dei due meccanismi di potenziamento del controllo – *da un lato*, l'emissione di azioni *non voting* entro il limite del 50% del capitale e, *dall'altro*, l'attribuzione alle azioni plurime del numero massimo di voti – consentirebbe di condurre a un assetto di *governance* in cui il controllo formale della

consentiti: l'effetto della riforma, infatti, consiste nel raddoppio dei margini di leva del controllo (da 4:1 a 8:1).

⁵² In dottrina – cfr., in particolare LIBERTINI-ANGELICI, *Un dialogo*, cit., 2 – si è espresso un orientamento critico nei confronti del cumulo tra azioni a voto plurimo e azioni prive di voto, muovendo dal presupposto che le prime, per poter effettivamente attribuire il controllo, debbano rappresentare almeno una soglia minima del capitale sociale (: argomento su cui si rinvia, *infra*, paragrafo 7). Una parte significativa della dottrina ha tuttavia sostenuto una lettura volta ad escludere la necessità un tetto cumulativo rappresentato dal capitale sociale: ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggioranza*, cit., 7 ss.; TOMBARI, *Le azioni a voto plurimo*, *Riv. dir. comm.*, 2016, 583 ss.; ABADESSA, *Le azioni a voto plurimo*, cit., 3 ss.

⁵³ MIGNONE, *Non linearità del rapporto tra risparmio nell'investimento e voto doppio o triplo nella società per azioni*, in *BBTC*, 2019, I, 478 ss.

società sia esercitabile da un socio titolare di una quota pari a poco più del 12,5% del capitale sociale⁵⁴.

Occorre tuttavia compiere un ulteriore passo.

L'impostazione anzidetta, infatti, va necessariamente valutata e calibrata alla luce della recente riforma dell'art. 2351, comma 4, c.c., la quale consente oggi di attribuire sino a dieci voti per ciascuna azione⁵⁵. In tale ottica più liberale, quest'intervento legislativo avrebbe ampliato in misura significativa la flessibilità nella configurazione del diritto di voto, incidendo in modo profondo sugli equilibri tradizionali tra rischio economico assunto e potere decisionale.

Qualora lo statuto societario contempri l'emissione di azioni a voto plurimo sino al nuovo limite di dieci voti per titolo, ne discende che – ove si ammetta, almeno in via teorica, la combinazione tra CEM fondati su azioni prive di voto e quelli basati sul voto plurimo – la percentuale minima di capitale necessaria per acquisire il controllo formale della società risulterebbe ulteriormente ridotta rispetto alla soglia del 12,5% (cfr. Tabella 3).

NUMERO DI AZIONI	VALORE	CAPITALE SOCIALE			
10.000	100,00 €	1.000.000,00 €			
SUPER POWER VOTE	10				
	%	numero azioni	numero voti	governance	exposure
% di azioni senza voto	50,0%	5.000	-	0%	50%
% di azioni con super voto	5,0%	500	5.000	53%	5%
% azioni con 1 voto	45,0%	4.500	4.500	47%	45%
totale	100,0%	10.000	9.500	100%	100%

Tabella 4): Si consideri una società con capitale sociale pari a euro 1.000.000,00, suddiviso in complessive n. 10.000 azioni del valore nominale di euro 100,00 ciascuna,

⁵⁴ Secondo l'orientamento che esclude l'applicabilità del limite previsto dal secondo comma dell'art. 2351 c.c. alle azioni a voto plurimo, dopo la riforma del 2014, una simile configurazione non incontrerebbe ostacoli normativi. Sul punto vedi TOMBARI, sub art. 2348 c.c., in CAMPOBASSO-CARIELLO-TOMBARI (a cura di), *Le società per azioni: codice civile e norme complementari*, I, Milano, 2016, 526, è giunto ad affermare che «non sembra potersi dubitare che – in presenza, ad esempio, del 50% del capitale costituito da azioni senza voto – una categoria di azioni a voto plurimo, con tre voti per ciascuna azione e rappresentativa del 12,5% più un'azione del capitale sociale (a fronte, per il resto, di azioni ordinarie), eserciti il 'controllo di diritto' sulla società e possa conseguentemente nominare la maggioranza degli amministratori»; nonché NOTARI, *La proporzionalità*, 401–402, secondo il quale il limite di cui all'art. 2351, comma 2, è volto a fare in modo che almeno il 50% delle azioni della società partecipi alle decisioni sociali, impedendo che l'autonomia statutaria dia vita a società il cui capitale sia diviso solo in azioni senza voto o con un numero marginalissimo di azioni con diritto di voto: «e ciò non perché occorra preservare una minima proporzionalità tra chi rischia e chi comanda, quanto perché verrebbe altrimenti meno una delle caratteristiche dell'organizzazione delle s.p.a.». Tale limite, pertanto, non interesserebbe in alcun modo l'emissione di azioni a voto plurimo. Diversamente LIBERTINI-ANGELICI, *Un dialogo*, cit., I, s., 13, secondo i quali, anche dopo l'introduzione del voto plurimo, per il controllo di diritto sarebbe necessaria una partecipazione minima al capitale sociali pari ad almeno il 25% (: su cui v., *infra*, paragrafo 7).

⁵⁵ La modifica intervenuta con l'art. 13, comma 1, della legge 5 marzo 2024, n. 21 (c.d. "d.d.l. Capitali") si inserisce in un più ampio pacchetto di misure finalizzate a sostenere la competitività del mercato dei capitali e ad agevolare l'accesso delle imprese, in particolare delle PMI, al mercato finanziario italiano.

così ripartite: *i*) n. 5.000 azioni prive del diritto di voto (pari al 50% del capitale sociale); *ii*) n. 500 azioni (pari al 5% del capitale) dotate di voto plurimo, attribuite dieci voti per ciascun titolo, per un totale di 5.000 voti; *iii*) n. 4.500 azioni (pari al 45% del capitale) munite di un solo voto ciascuna, per un totale di ulteriori 4.500 voti. Ne deriva che il complessivo numero di voti esercitabili in assemblea ammonta a 9.500, dei quali oltre il 52% è riconducibile alle sole 500 azioni a voto plurimo. In tale configurazione, il controllo assembleare può essere conseguito mediante la titolarità di n. 500 azioni a voto plurimo (pari al 5% del capitale sociale), per un controvalore di euro 50.000,00.

L'introduzione del nuovo limite imperativo, fissato a dieci voti per azione, rivelerebbe che l'ordinamento mostra oggi una maggiore tolleranza nei confronti dei rischi connessi al disallineamento tra rischio e potere, nella prospettiva di rafforzare l'autonomia statutaria e di favorire l'accesso delle imprese a canali di finanziamento più ampi e diversificati. Tale interpretazione, tuttavia, sembra poggiare prevalentemente su una interpretazione meramente letterale del dato normativo, senza un adeguato confronto con i principi generali dell'ordinamento e con le esigenze di coerenza sistematica del diritto societario⁵⁶.

La disposizione invece sottende l'esigenza di un'interpretazione di carattere sistematico e funzionale, volta a evidenziare le interconnessioni tra la disciplina in esame e i principi consolidati del diritto societario, nonché a ricondurre le deroghe alla regola maggioritaria entro limiti coerenti con la logica dell'assetto capitalistico⁵⁷.

Tanto premesso, in senso opposto, una parte della dottrina ha sostenuto che il limite sancito dal secondo comma dell'art. 2351 c.c. debba essere interpretato come espressione di un principio generale volto a garantire l'equilibrio tra le diverse categorie di azioni speciali – siano esse prive del diritto di voto, *ovvero* a voto limitato, condizionato o

⁵⁶ Sul punto, SCHIUMA, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione*, cit., 329 ha correttamente rilevato che la menzione, nel secondo comma dell'art. 2351 c.c., delle sole azioni a voto limitato, subordinato o privo di voto non deve essere intesa come indicazione di una peculiarità esclusiva di tali categorie – che non costituiscono il vero oggetto della disposizione, rappresentato invece dalle azioni ordinarie – ma come il riflesso del contesto normativo vigente al momento della riforma del 2003, quando queste erano le uniche tipologie di azioni speciali formalmente riconosciute. L'elenco previsto dalla norma, pertanto, va interpretato in senso aperto, coerente con il principio di atipicità delle categorie azionarie sancito dall'art. 2348, comma 2, c.c., che consente di determinare liberamente il contenuto delle diverse categorie, nel rispetto dei «limiti imposti dalla legge», compresi quelli dettati dall'art. 2351, comma 2, c.c., alla quale deve riconoscersi valenza generale. Sul punto v. anche LIBERTINI–MIRONE–SANFILIPPO, sub *art. 2351 c.c.*, cit., 273.

⁵⁷ SCHIUMA, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione*, cit., 321, le definisce una «serie di reazioni a catena, generate dal «contatto» tra il vecchio e il nuovo».

plurimo – le quali, complessivamente considerate, non potrebbero eccedere la metà del capitale sociale⁵⁸.

6.– *Il principio di equilibrio tra categorie speciali e ruolo ordinario dell'art. 2351 c.c.*

Ai fini di un'adeguata ricostruzione della questione relativa all'ambito applicativo del secondo comma dell'art. 2351 c.c., si impone in via preliminare un approfondimento della *ratio* sottesa alla disposizione, che sarà oggetto di analisi nel presente paragrafo e nei successivi.

Sin dalla sua introduzione nel 1942 – contestualmente al riconoscimento delle «azioni privilegiate a voto limitato» nell'assemblea straordinaria – la disposizione è parsa ispirata a due esigenze fondamentali e strettamente connesse. Con tale disposizione infatti si mirava, *per un verso*, a evitare che una componente minoritaria della compagine sociale potesse acquisire e mantenere in modo stabile il controllo dell'ente, con conseguente alterazione dell'equilibrio decisionale e della proporzionalità tra capitale investito e potere di *governance*⁵⁹; *per altro verso*, a preservare il ruolo centrale delle azioni ordinarie⁶⁰ nell'architettura societaria sia sotto il profilo qualitativo⁶¹ – individuandole quale parametro di riferimento per la definizione delle caratteristiche delle azioni speciali –, sia sotto il profilo quantitativo, garantendo che il loro peso complessivo non scenda mai al di sotto della metà del capitale sociale, concepito quale espressione della partecipazione effettiva dei soci alla vita societaria.

La norma in questione dunque andrebbe letta come norma finalizzata a ristabilire un equilibrio nell'assetto societario, applicabile ogniqualvolta siano presenti categorie

⁵⁸ Così, LIBERTINI–ANGELICI, *Un dialogo*, cit., 1 e 2; SCHIUMA, *Azioni a voto multiplo, armonizzazione europea e concorrenza regolamentare*, in P. MARCHETTI–ROSSI–STRAMPELLI–URBANI–VENTORUZZO (a cura di), *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica. I. Atti del convegno internazionale di studi Venezia, 10–11 novembre 2023*, in *Riv. soc.*, 2014, 593 ss.

⁵⁹ In tale prospettiva, la regola per cui le azioni speciali non possano eccedere la metà del capitale (o, in alternativa, che le azioni ordinarie debbano rappresentarne almeno il 50%) mira a garantire un equilibrio strutturale tra le diverse categorie azionarie.

⁶⁰ Facendo delle azioni ordinarie una categoria «tipologicamente indefettibile» (cit. di SPADA, *Il tipo della società per azioni*, cit., 39). Cfr. sul punto ANGELICI, *Le azioni*, cit., 67, nonché, *supra*, Capitolo 1.

⁶¹ Sotto il profilo qualitativo LIBERTINI, in SCOGNAMIGLIO–ANGELICI–MONTALENTI–COSTI–CIOCCA–DENOZZA–GUIZZI–VELLA–LIBERTINI–ABRIANI–CALANDRA BUONAURA, *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 245 sottolinea come l'istituto del voto plurimo, rispetto ad altre forme di CEM già ammesse, quali le clausole di limitazione alla circolazione delle azioni o i patti parasociali: (i) comporti un minore impegno finanziario per la difesa del controllo e una ridotta sindacabilità degli atti di esercizio del potere funzionali alla sua conservazione; (ii) si configuri come strumento assai più rigido, tale da rendere il controllo contendibile quasi esclusivamente in situazioni di crisi dell'impresa.

azionarie dotate di «*diritti diversi*» – in termini di diritto di voto – dallo *standard* delle azioni ordinarie, assumendo valore (se non addirittura di un principio strutturale, quantomeno) di una regola generale riferita alle azioni ordinarie, la cui *ratio* risiede nel preservare l'equilibrio sistemico all'interno della compagine sociale rispetto alle categorie di azioni dotate di diritti di voto *speciali*⁶².

In altri termini, l'introduzione delle azioni a voto plurimo – configurabili come categoria speciale all'interno del capitale sociale – non comporta alcuna modifica del rapporto complessivo tra capitale, assetto societario e numero totale dei voti esercitabili in assemblea. Ciò che risulta inciso è la distribuzione interna del potere deliberativo tra le diverse categorie di azioni, ossia un meccanismo volto alla ripartizione dei voti senza determinare un incremento del loro ammontare complessivo⁶³.

Le finalità sottese alla necessità di tutelare il ruolo *organizzativo* delle azioni ordinarie rimangono dunque pienamente valide anche nel caso delle azioni a voto plurimo e, anzi, sussistono *a fortiori* proprio in ragione dell'intensità dell'effetto distorsivo che tali strumenti possono produrre sull'equilibrio della *governance societaria*⁶⁴.

La dottrina a sostegno di tale interpretazione ha opportunamente fatto ricorso sul piano esegetico alle stesse modalità con cui è stata introdotta la disciplina delle azioni a voto plurimo. La modifica del quarto comma dell'art. 2351 c.c. ha sostituito la precedente formula perentoria che ne vietava l'emissione («*non possono emettersi...*») con una formulazione permissiva che affida allo statuto la facoltà di prevederle («*lo statuto può prevedere la creazione di...*»)⁶⁵.

⁶² TOMBARI, *Le azioni a voto plurimo*, Riv. dir. comm., 2016, 583 ss.; ID., TOMBARI, *Le azioni a voto plurimo*, in TOMBARI (a cura di), *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggioranza del voto*, Torino, 2016, 3 ss., spec., 15.

⁶³ Diversamente dalla disciplina del voto maggiorato, nella quale l'art. 127–*quinquies*, comma 10, TUF prevede un effettivo aumento dei voti rilevanti ai fini dei *quorum* deliberativi, il voto plurimo non incide sulla quantità complessiva dei voti, ma soltanto sulla loro allocazione tra i soci: cfr. SCHIUMA, *Azioni a voto plurimo e maggioranza*, cit., *passim*.

⁶⁴ È noto che il voto singolo perde efficacia una volta «*sommerso dalla massa dei voti plurimi*»: cfr. SCHIUMA, *Azioni a voto plurimo e maggioranza*, cit., nt. 33, ove ulteriori riferimenti.

⁶⁵ Tale intervento normativo non è stato accompagnato da alcuna disposizione – né nell'art. 2351 c.c., né in altre norme del codice civile o del TUF – che escluda espressamente l'applicabilità della regola generale dettata dal secondo comma dell'art. 2351 c.c. alla nuova categoria di azioni. Si tratta, infatti, di una categoria “speciale” in quanto caratterizzata da un rafforzamento della funzione deliberativa rispetto al modello ordinario, ma che non per questo può considerarsi estranea al sistema delle norme generali volte a preservare l'equilibrio tra le diverse tipologie azionarie. Non vi è dunque motivo per ritenere che essa debba essere sottratta, *da un lato*, alle regole sulla composizione delle assemblee (art. 2368, comma 1, c.c.) e, *dall'altro*, ai principi generali – come quello sancito dal secondo comma dell'art. 2351 c.c. – che presidiano la configurazione complessiva dell'assetto organizzativo della società. Cfr., in proposito, SCHIUMA, *Azioni*

Questa scelta non va interpretata come un'apertura illimitata alla derogabilità del principio maggioritario, bensì come il riconoscimento della maggiore autonomia statutaria nella ripartizione interna del potere deliberativo, sempre nei limiti fissati dal tetto complessivo di capitale e di voti.

Per poter sostenere un reale mutamento di paradigma in materia, sarebbe necessario disporre di *rationes* solide, non potendo bastare, a tal fine, un generico richiamo al *favor* che la riforma riserva all'autonomia statutaria. Se davvero il legislatore italiano avesse inteso consentire l'introduzione di azioni a voto plurimo in modo del tutto svincolato dal rapporto strutturale con le azioni ordinarie, limitandosi a stabilire unicamente un tetto massimo al moltiplicatore dei voti, tale scelta – con il rischio di favorire dinamiche di concorrenza regolamentare al ribasso tra ordinamenti – avrebbe richiesto l'adozione di una deroga espressa al principio generale sancito dal secondo comma dell'art. 2351 c.c. L'assenza di una disposizione esplicita non può quindi essere letta come una lacuna normativa, ma piuttosto come indicativa della volontà del legislatore di confermare l'applicabilità del limite generale, di natura sistematica, anche a questa specifica categoria di azioni.

Un approccio interpretativo di questa natura ha consentito alla migliore dottrina di trarre alcune conseguenze di particolare rilievo.

In particolare, l'estensione del limite previsto dal secondo comma dell'art. 2351 c.c. alle azioni a voto plurimo non può essere ridotta alla mera proibizione di superare la metà del capitale sociale mediante l'emissione di tali titoli, ma sul piano prescrittivo, la disposizione introduce un triplice vincolo di carattere sistematico: *i*) il valore delle azioni che attribuiscono diritti di voto *speciali* (*rectius*, azioni *non voting* e azioni a voto plurimo) non può complessivamente superare la metà del capitale sociale, in quanto l'altra metà deve restare riservata alle azioni ordinarie, considerate essenziali per la struttura societaria; *ii*) le azioni a voto plurimo non possono, nel loro complesso, esprimere un numero di voti superiore a quello complessivo delle azioni ordinarie; *iii*) il controllo societario non può essere fondato esclusivamente su azioni a voto plurimo, essendo comunque necessaria la titolarità di almeno un'azione ordinaria⁶⁶.

a voto plurimo e maggiorazione, cit.; FERRI jr., *Azioni a voto plurimo e voto maggiorato: profili tipologici*, *Riv. not.*, 2015, 761 ss.

⁶⁶ Secondo l'insegnamento di SCHIUMA, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione*, cit., *passim*, nonché ID., *Azioni a voto multiplo, armonizzazione europea*, cit., *passim*. una corretta interpretazione di tale limite deve

Gli statuti, dunque, devono assicurare una distribuzione dei voti sostanzialmente equilibrata tra le azioni ordinarie e le categorie speciali, così da preservare la coerenza tra partecipazione al capitale e potere deliberativo.

La medesima dottrina a supporto dell'interpretazione in esame ha tuttavia osservato come essa risulti oggi significativamente condizionata dalla recente modifica del quarto comma dell'art. 2351 c.c., la quale introduce la possibilità di attribuire fino a dieci voti per ciascuna azione⁶⁷.

NUMERO DI AZIONI	VALORE	CAPITALE SOCIALE			
10.000	100,00 €	1.000.000,00 €			
SUPER POWER VOTE	10				
	%	numero azioni	numero voti	governance	exposure
% di azioni senza voto	0%	-	-	0%	0%
% di azioni con super voto	9%	909	9.091	50%	9%
% azioni con 1 voto	91%	9.091	9.091	50%	91%
totale	100,0%	10.000	18.182	100%	100%

Tabella 5): Si consideri una società con capitale sociale pari a euro 1.000.000,00, suddiviso in complessive n. 10.000 azioni del valore nominale di euro 100,00 ciascuna, così ripartite: *i*) n. 909 azioni (pari al 9% del capitale sociale) dotate di voto plurimo, attribuite dieci voti per ciascun titolo, per un totale di 9.091 voti; *ii*) n. 9.091 azioni (pari al 91% del capitale sociale) munite di un solo voto per azione, per un totale di ulteriori 9.091 voti. Ne deriva che il complessivo numero di voti esercitabili in assemblea ammonta a 18.182, dei quali il 50% è riconducibile alle sole 909 azioni a voto plurimo. In tale configurazione, il controllo assembleare può essere conseguito mediante la titolarità di n. 909 azioni a voto plurimo (pari al 9% del capitale sociale), più un'azione

avvenire nel contesto dell'ordinamento delle società per azioni, considerando che, a differenza delle azioni a voto maggiorato, le azioni a voto plurimo non rientrano nell'ambito di applicazione della regola speciale di cui all'art. 127-*quinquies*, comma 10, del TUF, secondo cui «*Se lo statuto non dispone diversamente, la maggioranza del diritto di voto si computa anche per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale*». Per le azioni a voto plurimo, invece, trova applicazione la regola generale dell'art. 2368, comma 1, c.c., secondo cui, ai fini del *quorum* costitutivo, rileva il numero delle azioni e non il numero dei voti che ciascuna può esprimere. Ne consegue che l'introduzione delle azioni a voto plurimo non altera il totale dei voti necessari per la validità dell'assemblea: il numero complessivo dei voti resta coincidente con il numero delle azioni emesse, ossia con le quote in cui si articola il rapporto sociale. Il capitale continua così a fungere da espressione del rapporto societario, anche quando le regole sul diritto di voto prevedono modalità non proporzionali. Se il capitale sociale può essere interpretato come «*metafora del rapporto sociale*», funzione cui rinvia l'art. 2351, comma 2, c.c., tale significato si mantiene anche in presenza delle azioni a voto plurimo: SPADA, *Un numero che detta regole*, Riv. not., 2014, 437 ss.; ID., *Il tipo della società per azioni*, cit., 32.

⁶⁷ SCHIUMA, *Azioni a voto multiplo, armonizzazione europea*, cit. – ipotizzando che la riforma di innalzamento del limite delle azioni a voto plurimo da tre a dieci venga approvata, come infatti poi avvenuto – propone l'esempio di una società con un capitale pari a 100, suddiviso in 100 azioni, ciascuna corrispondente a un diritto di voto. Nell'ipotesi considerata, 50 voti sono attribuiti alle azioni ordinarie, mentre un socio di minoranza potrebbe acquisire il controllo della società tramite l'assegnazione di 5 azioni a voto plurimo, ciascuna dotata del diritto di esprimere 10 voti, per un totale di 50 voti. A tale insieme di voti si aggiunge poi una singola azione ordinaria, raggiungendo così un complessivo di 51 voti. In tale scenario, il controllo della compagine sociale verrebbe quindi esercitato da un soggetto titolare di una partecipazione pari appena al 5% del capitale sociale, costituita dalle 5 azioni a voto plurimo e dalla singola azione ordinaria, evidenziando come la concentrazione del potere decisionale possa essere del tutto disallineata rispetto alla proporzionale partecipazione al capitale (cfr. Tabella 6).

ordinaria corrispondenti a un investimento di euro 91.000,00, idonei ad assicurare la maggioranza assoluta dei voti (9.100 su 18.182).

NUMERO DI AZIONI	VALORE	CAPITALE SOCIALE			
10.000	100,00 €	1.000.000,00 €			
SUPER POWER VOTE	10				
	%	numero azioni	numero voti	governance	exposure
% di azioni senza voto	45,0%	4.500	-	0%	45%
% di azioni con super voto	5,0%	500	5.000	50%	5%
% azioni con 1 voto	50,0%	5.000	5.000	50%	50%
totale	100,0%	10.000	10.000	100%	100%

Tabella 6): Si consideri una società con capitale sociale pari a euro 1.000.000,00, suddiviso in complessive n. 10.000 azioni del valore nominale di euro 100,00 ciascuna, così ripartite: i) n. 4.500 azioni prive del diritto di voto (pari al 45% del capitale sociale); ii) n. 500 azioni (pari al 5% del capitale sociale) dotate di voto plurimo, attribuite dieci voti per ciascun titolo, per un totale di 5.000 voti; iii) n. 5.000 azioni (pari al 50% del capitale sociale) munite di un solo voto per azione, per un totale di ulteriori 5.000 voti. Ne deriva che il complessivo numero di voti esercitabili in assemblea ammonta a 10.000, dei quali il 50% è riconducibile alle sole 500 azioni a voto plurimo. In tale configurazione, il controllo assembleare può essere conseguito mediante la titolarità di n. 500 azioni a voto plurimo (pari al 5% del capitale sociale), per un controvalore di euro 50.000,00, idonee ad assicurare la maggioranza assoluta dei voti (5.000 su 10.000).

Le ipotesi evidenziano come, in conformità a tale interpretazione, la novità normativa consenta al controllo societario di essere effettivamente esercitato da soggetti titolari di partecipazioni significativamente inferiori rispetto alla tradizionale soglia del 25% più un'azione (cfr. Tabelle 1 e 2), purché detengano almeno una partecipazione ordinaria e non esclusivamente azioni a voto speciale.

Le considerazioni fin qui sviluppate sembrano, pertanto, ridimensionare, se non addirittura mettere in discussione, l'efficacia applicativa dell'art. 2351 c.c. nell'attuale contesto normativo, evidenziando la necessità di una rinnovata riflessione sugli equilibri di *governance*, con particolare riguardo all'individuazione del soggetto che, in concreto, esercita il potere di controllo.

7.– Dual Class Shares e principio capitalistico: verso un nuovo equilibrio tra ownership e control

Alla luce delle considerazioni svolte, appare evidente come tanto la disciplina sui limiti di emissione delle azioni prive di voto, quanto quella relativa alle azioni a voto plurimo, costituiscano in realtà diverse declinazioni di un medesimo, risalente interrogativo del diritto societario: fino a che punto possano ritenersi ammissibili meccanismi – quali i CEM – che, pur nelle loro differenti configurazioni, consentono al socio di esercitare un

potere di voto *più che proporzionale* rispetto all'investimento economico sostenuto, e, correlativamente, entro quali confini l'ordinamento intenda tollerare la dissociazione tra "potere" e "rischio".

In tale prospettiva, il ricorso all'argomento comparatistico si rivela di particolare rilevanza⁶⁸.

Nell'ampio e articolato dibattito internazionale che ha accompagnato la liberalizzazione dei CEM, il rilievo più ricorrente alle strutture azionarie a doppia classe (di seguito, anche, "*dual class shares*"⁶⁹) è che favoriscono l'"*entrenchment*" dei soggetti di controllo, accrescendo al contempo i costi di agenzia nei rapporti con gli investitori esterni⁷⁰.

Da un lato, infatti, le *dual class shares* impediscono agli investitori esterni di acquisire il controllo della società senza il consenso dell'*insider*, anche quando quest'ultimo

⁶⁸ Lo studio di ALVARO-CIAVARELLA-D'ERAMO-LANCIANO, *La deviazione dal principio*, cit., 31 ss., offre un riferimento prezioso per un'analisi dell'esperienza maturata in altri ordinamenti [che ha costituito uno degli elementi che hanno favorito l'adozione di tali strumenti nel nostro sistema], nonché una valutazione prevalentemente economica dei potenziali vantaggi e svantaggi connessi all'introduzione delle azioni a voto plurimo in Italia. Per una panoramica comparatistica più estesa relativa agli ordinamenti europei, statunitensi, australiani e giapponesi, si rinvia allo studio *Proportionality Between Ownership and Control in Eu Listed Companies: Comparative Legal Study Exhibit C (PART I and II)*, *External Study Commissioned by the European Commission*, 2007, consultabile in https://www.ecgi.global/system/files?file=2024-02/osov-comparative-synthesis-study_report_en.pdf.

⁶⁹ Che consentono di derogare al principio tradizionale *one share = one vote* e che hanno conosciuto negli ultimi anni una crescente diffusione tra le società quotate statunitensi. *Council Of Institutional Investors, Dual-Class IPO Snapshot: 2017-2019 Statistics* rivelano che nel 2019 il 26% delle società che hanno effettuato un'offerta pubblica iniziale (IPO) sui mercati statunitensi ha adottato una struttura DCS. A seguito di questa evoluzione, le società quotate con strutture azionarie a doppia classe rappresentano oggi una capitalizzazione complessiva stimata in circa 4.000 miliardi di dollari: cfr. SHARFMAN, *A Private Ordering Defense of a Company's Right to Use Dual Class Share Structures in IPOs*, 63 *Vill. L. Rev.*, 2018, 1 ss.), pari a circa il 9% dell'indice S&P 100 (ELSON-FERRERE, *SNAP Judgment: Unequal Voting and the Business Judgment Rule*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance & Financial Regulation*, 7 aprile 2018; COFFEE jr., *Dual Class Stock: The Shades of Sunset*, in *Columbia Law School Blue Sky Blog*, 2018, ha descritto il fenomeno delle DCS come «*the most important issue in corporate governance today*» (19 novembre 2018). Sebbene tali strutture siano oggi frequentemente associate alle imprese tecnologiche della Silicon Valley (cfr. in particolare MOORE, *Designing Dual-Class Sunsets: The Case for a Transfer-Centered Approach*, 12 *William & Mary Business Law Review*, 2020, 93 ss.; SACHDEV, *Why the Dual-Class Stock Structure is Popular with Tech Companies*, *The Sociable*, 6 marzo 2019), esse non rappresentano una novità assoluta. BAINBRIDGE, *Understanding Dual Class Stock Part I: An Historical Perspective*, 2017, ha osservato «*one share-one vote is not the historical norm*».

⁷⁰ In una fase iniziale, le preoccupazioni circa l'assenza di adeguati meccanismi di responsabilità dei soggetti controllanti nei confronti degli investitori indussero il New York Stock Exchange (NYSE) a vietare integralmente l'emissione di azioni prive di diritto di voto già nel 1926 e, successivamente al 1940, a rendere il principio *one share = one vote* un requisito imprescindibile per l'ammissione alla quotazione (SHARFMAN, *A Private Ordering*, cit., 8). Tale regime rimase in vigore fino alla metà degli anni Ottanta, quando le pressioni derivanti dalla crescente competizione tra i mercati di quotazione spinsero le principali borse statunitensi ad assumere un orientamento regolatorio più permissivo (BEBCHUK-KASTIEL, *The Untenable Case for Perpetual Dual Class Stock*, 103 *Va. L. Rev.*, 2017, 585, 596).

detenga una quota inferiore alla maggioranza del capitale⁷¹. Dall'altro lato, le *dual class shares* interrompono il tradizionale legame tra diritti sui flussi di cassa e diritti di voto. Ne consegue che gli *insiders* possono conseguire benefici superiori a quelli ottenibili in un sistema *one share = one vote*, adottando strategie volte a massimizzare la propria utilità personale a scapito della redditività complessiva dell'impresa.

In tale prospettiva, non sono mancati interventi critici da parte di giuristi e operatori di mercato, che hanno evidenziato come tali strutture possano rappresentare un disincentivo per nuovi investitori, preoccupati di assumere una posizione marginale rispetto a soci titolari di poteri di voto rafforzati⁷².

Ciononostante, non sono mancate posizioni favorevoli che ne valorizzano il potenziale quale strumento di facilitazione del passaggio generazionale, di attrazione di capitali verso imprese innovative e di incentivo alla quotazione. Più recentemente, un argomento frequentemente evocato a sostegno dell'adozione delle azioni a doppia classe è che esse offrono ai fondatori una protezione dal cosiddetto "corto-termismo" dei mercati finanziari e dalle pressioni derivanti dal mercato del controllo societario⁷³.

⁷¹ GOMPERS–ISHII–METRICK, *Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in The United States*, 23 *Rev. Fin. Stud.*, 2010, 1051, 1052 qualificano le *dual class stocks* come la più estrema tra le misure di difesa contro le acquisizioni ostili (*antitakeover provisions*).

⁷² Una visione affatto favorevole rispetto alle azioni a doppia classe è stata espressa da diversi attori istituzionali e parte della dottrina: l'*Investor Stewardship Group*, nei propri *Corporate Governance Principles for U.S. Listed Companies* (Feb. 20, 2019), ha ribadito che «*companies should adopt a one-share, one-vote standard and avoid adopting share structures that create unequal voting rights among their shareholders*»; in ambito accademico, alcuni autori hanno sostenuto come tali strutture rafforzino gli incentivi a pratiche di estrazione privata di benefici da parte dei controllanti, con potenziali effetti pregiudizievole sul valore per gli azionisti, attraverso l'aumento dei costi di agenzia connessi alla separazione tra diritti di voto e diritti patrimoniali: BEBCHUK–KRAAKMAN–TRANTIS, *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights*, in *Concentrated Corporate Ownership* 295, 2000, 301–305.

⁷³ In tale prospettiva, le *dual class shares* vengono spesso descritte come strumenti concepiti per concentrare il potere decisionale nelle mani dell'imprenditore–fondatore "visionario", cui il mercato riconosce capacità creative e innovative tali da legittimare il ruolo di guida strategica, garantendogli continuità direzionale anche in contesti caratterizzati da un'ampia diffusione del capitale. Tali strutture, dunque, consentirebbero ai fondatori di perseguire la propria visione strategica e di concentrare le risorse e le decisioni su obiettivi di lungo periodo: LUND, *Nonvoting Shares and Efficient Corporate Governance*, 71 *Stan. L. Rev.* 687, 2019, 716, ha proposto una nuova prospettiva a favore dell'adozione delle azioni a doppia classe, sostenendo che le azioni prive di voto o con diritto di voto limitato possono contribuire a ridurre i costi di agenzia, poiché consentono di concentrare il potere decisionale tra quegli azionisti meglio informati sulla società e sulle sue performance. Secondo l'Autrice, le azioni dotate di diritti di voto implicano costi maggiori; di conseguenza, gli investitori meno interessati a sostenere le spese necessarie per voti informati – tra cui, secondo l'A., i principali gestori patrimoniali – tenderebbero a preferire azioni senza diritto di voto. In parallelo, la struttura rafforzerebbe gli incentivi per gli investitori informati, il cui potere di voto risulterebbe accresciuto proprio perché una quota significativa del capitale non parteciperebbe alle decisioni societarie.

In particolare, è stata evidenziata una correlazione significativa tra due dei temi più discussi nella *governance* societaria contemporanea: le *dual class shares* e gli effetti anticoncorrenziali derivanti dalla *common ownership*, dalla quale derivano importanti implicazioni. A tal riguardo, è stato dimostrato come il tradizionale *trade-off* tra il mantenimento del controllo da parte dei fondatori “visionari” e il rischio di estrazione di benefici privati da parte di questi ultimi – che costituisce il nucleo del dibattito sulle *dual class shares* – si fonda sull’assunto ormai superato secondo cui tutti gli azionisti siano orientati alla massimizzazione del valore della singola impresa (*firm-value-maximizing*, FVM)⁷⁴. In un contesto contemporaneo, dominato da azionisti orientati alla massimizzazione del valore complessivo del portafoglio (*portfolio-value maximizing*, PVM), le *dual class shares* possono offrire agli *insiders* uno strumento per neutralizzare l’influenza degli azionisti PVM, contribuendo a mitigare gli effetti anticoncorrenziali potenzialmente derivanti dalla *common ownership*⁷⁵.

⁷⁴ Il dibattito tradizionale sulle azioni a doppia classe si fonda su un contesto in cui gli azionisti sono prevalentemente orientati alla massimizzazione del valore della singola impresa, e la principale preoccupazione riguarda il rischio che i detentori di azioni con diritti di voto maggiorati possano allontanare l’impresa dagli obiettivi di creazione di valore per perseguire benefici privati legati al controllo. Gli azionisti istituzionali agiscono invece secondo logiche di massimizzazione del valore complessivo del portafoglio, mirando a incrementare il rendimento aggregato dei loro fondi indipendentemente dall’andamento di ciascuna società partecipata.

⁷⁵ Si consideri, a titolo esemplificativo, un’economia composta da quattro imprese: A e B, operanti nel mercato X, e C e D, attive nel mercato Y. Supponiamo che D, attraverso consistenti investimenti in ricerca e sviluppo, sia in grado di sviluppare innovazioni tali da consentirle non solo di assumere una posizione dominante nel mercato Y, ma anche di penetrare nel mercato X. Qualora tutte e quattro le imprese siano partecipate da investitori istituzionali PVM, la strategia ottimale per tali investitori potrebbe consistere nell’indurre D a non perseguire politiche di espansione aggressiva né a penetrare nuovi mercati, al fine di preservare profitti extra-competitivi per l’intero portafoglio. Laddove D fosse dotata di azioni a doppia classe, che consentano al *management* di perseguire strategie di crescita indipendentemente dal sostegno degli investitori istituzionali, gli investitori PVM non potrebbero più conseguire l’esito per loro più favorevole e sarebbero costretti a scegliere se investire in D, accettando che gli azionisti di controllo agiscano come FVM e perseguano l’espansione dell’impresa a scapito di A, B e C. In questo caso, gli investitori istituzionali subirebbero comunque le perdite derivanti dall’aggressiva espansione di D sul valore complessivo del portafoglio, ma vedrebbero al contempo accresciuto il valore della loro partecipazione in D. Diversamente, se optassero per investire esclusivamente in A, B e C, sopporterebbero gli stessi effetti negativi della crescita di D senza beneficiarne in alcun modo. Inoltre, la pressione competitiva esercitata da D costringerebbe inevitabilmente anche A, B e C a incrementare i propri livelli di concorrenza. In tale contesto, le preferenze degli investitori PVM suggeriscono chiaramente che la strategia ottimale consisterebbe nell’eliminazione delle strutture a doppia classe, così da garantire che tutte le imprese si comportino come massimizzatori del valore di portafoglio. Qualora non sia possibile raggiungere tale esito sul piano normativo, la seconda migliore opzione consiste nell’acquisizione di partecipazioni in società controllate da azionisti FVM. È precisamente ciò che si osserva nella prassi: gli investitori istituzionali detengono regolarmente quote rilevanti in imprese dotate di strutture a doppia classe, anche mediante i fondi attivi da essi gestiti. L’esempio è tratto BATTOCLETTI-ENRIQUES-ROMANO, *Dual Class Shares in the Age of Common Ownership*, Law Working Paper N° 628/2022, January 2023, i quali sottolineano come tale fenomeno contribuisca a spiegare la diffusa adozione delle azioni a doppia classe

Tali presupposti, tuttavia, non possono essere automaticamente trasferiti al contesto italiano.

Non si tratta della mancanza, nel nostro ordinamento, di esigenze analoghe a quelle che hanno spinto altri sistemi giuridici a introdurre strumenti quali le *dual class shares*, né si intende negare che il legislatore del 2014 abbia effettivamente mirato a rispondere a tali istanze, anche nell'ottica di una competizione normativa.

Pur ritenendo che la riforma del 2014 sia stata prevalentemente guidata dall'esigenza di contrastare fenomeni di *forum shopping*, sulla scorta di esperienze straniere, permangono comunque profili problematici. La semplice esistenza di queste esigenze, così come la previsione normativa delle azioni a voto plurimo, non garantisce che esse producano effetti comparabili in contesti ordinamentali differenti

Ogni sistema giuridico, infatti, è caratterizzato da una propria struttura, da equilibri peculiari e da un'evoluzione storica specifica, fattori che influenzano inevitabilmente l'efficacia concreta degli strumenti introdotti. In particolare, è noto che negli ordinamenti europei che prevedono le azioni a voto plurimo non sempre coesistono azioni prive di voto (e viceversa)⁷⁶, laddove l'ordinamento italiano consente all'autonomia statutaria l'introduzione di entrambe le categorie, oltre ad ulteriori strumenti di CEM⁷⁷. Va inoltre osservato che in altri ordinamenti non si rinviene un riconoscimento espresso della funzione indefettibile delle azioni ordinarie⁷⁸.

Occorre altresì considerare le peculiarità del mercato domestico e le differenze sostanziali tra società chiuse e società aperte. A titolo esemplificativo, basti richiamare le significative divergenze tra il mercato italiano⁷⁹ e quello statunitense.

Negli Stati Uniti, la prassi delle *dual class shares* ha conosciuto una diffusione particolarmente estesa, soprattutto nel settore *high-tech*⁸⁰. In tale contesto, i fondatori

nel settore tecnologico, caratterizzato da imprese intrinsecamente “*disruptive*”, le cui attività possono alterare o sostituire i modelli di *business* esistenti in mercati diversi.

⁷⁶ Lo rileva in particolare SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi*, cit., 152.

⁷⁷ Il più permissivo degli ordinamenti europei è sicuramente quello inglese, ma la prassi ivi è cauta nello sfruttare più di uno strumento alla volta: cfr. SCHIUMA, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione*, cit., nt. 8. Altrettanto può dirsi ora per quello americano su cui, in tema di azioni a volto multiplo si rimanda a VENTORUZZO, *Un'azione, un voto: un principio*, cit., 517 ss.

⁷⁸ Sulla funzione indefettibile delle azioni ordinarie cfr. Capitolo 1, nonché *supra*, in questo Capitolo paragrafo 6.

⁷⁹ Cfr., *supra*, in questo Capitolo, nt. 34.

⁸⁰ Cfr. *supra*, in questo Capitolo, nt. 75, nonché BATTOCLETTI-ENRIQUES-ROMANO, *Dual Class Shares*, cit., i quali sottolineano che la diffusa adozione delle azioni a doppia classe specialmente nel settore tecnologico si spiega perché il mercato è caratterizzato da imprese intrinsecamente “*disruptive*”, le cui

conservano azioni a voto plurimo, non negoziabili sul mercato, mentre gli investitori detengono azioni ordinarie, liberamente trasferibili e munite di un solo voto ciascuna.

Il contesto italiano, invece, si caratterizza per profonde differenze: la struttura del mercato, con un numero relativamente esiguo di società quotate, ha determinato un'applicazione prevalente delle *dual class shares* nelle società chiuse, dove esse si configurano come strumenti funzionali all'attrazione di nuovi capitali⁸¹. In questa prospettiva, l'attribuzione di diritti di voto differenziati risponde in particolare all'esigenza di consentire agli investitori istituzionali – quali fondi di *private equity* e di *venture capital* – di influire sull'assetto dei poteri di *governance* all'interno della compagine sociale.

Dunque, la maggiore autonomia negoziale tipica delle società chiuse si giustificerebbe in chiave di incentivo agli investimenti: per l'investitore, la facoltà di intervenire nella configurazione dei meccanismi di *governance* costituisce infatti un elemento determinante nella decisione di destinare risorse finanziarie. In questa prospettiva, l'emissione di azioni *dual class*, con conseguente deviazione dal principio *one share = one vote*, trova la propria *ratio* nella capacità di favorire l'ingresso di nuovi capitali e, conseguentemente, di sostenere la crescita e lo sviluppo dell'impresa.

Tanto premesso, un primo profilo critico emerge nell'ipotesi in cui un socio, pur detenendo una partecipazione limitata nel capitale sociale, riesca a esercitare il controllo in assemblea. In tale situazione, egli sopporterebbe i rischi e le conseguenze derivanti da una *performance* negativa della società solo in misura marginale, continuando, al contempo, a beneficiare pienamente dei vantaggi connessi alla posizione di controllo⁸².

Tale squilibrio si traduce, inevitabilmente, in un potenziale disallineamento di interessi tra il socio controllante e gli altri investitori, con ricadute sulle principali scelte

attività possono alterare o sostituire i modelli di *business* esistenti in mercati diversi. Strutture di tipo “*tripla class*”, invece, non sono generalmente ben accolte.

⁸¹ Ai sensi dell'art. 127–*sexies*, commi 1 e 2, TUF, le azioni a voto plurimo possono essere previste soltanto se emesse «*anteriamente all'inizio delle negoziazioni in un mercato regolamentato*», nel qual caso «*mantengono le loro caratteristiche e diritti*». Al di fuori di tale ipotesi, gli statuti delle società quotate non possono contemplarne l'emissione.

⁸² VICARI, *Strutture “dual class” e diritti diversi “soggettivi” nelle società per azioni (alla luce della giurisprudenza della Corte di Giustizia UE)*, in CALLEGARI–CERRATO–DESANA (a cura di), *Governance e mercati, Studi in onore di Paolo Montalenti*, II, Torino, 2022, 523, nota 15 evidenzia che un socio minoritario dotato di particolari poteri di controllo potrebbe risultare immune alla pressione disciplinare esercitata dal mercato del controllo nei confronti di un socio «*poorly performing*» di continuare a guidare la società.

strategiche⁸³. Non a caso, la tesi che valorizza le *dual class shares* in termini di benefici concorrenziali presuppone che i fondatori titolari di azioni a voto plurimo detengano una partecipazione significativa nella società, il che li incentiva fortemente a perseguire l'aumento del valore dell'impresa, indipendentemente dagli effetti che ciò potrebbe avere su altre società⁸⁴.

Si aggiunga, inoltre, che la possibilità per una partecipazione minoritaria di determinare il controllo della società può incidere in modo rilevante sulla trasferibilità del controllo stesso. In tali circostanze, il controllo verrebbe di fatto bloccato, con il conseguente rischio di disincentivare l'ingresso di nuovi capitali: qualora, infatti, una quota minoritaria fosse sufficiente a conferire il controllo, un terzo acquirente – indipendentemente dall'entità della partecipazione acquisita, anche se maggioritaria – non potrebbe comunque assumere la posizione di controllo se il socio minoritario già dominante non fosse disposto a cedere la propria quota.

Ne deriverebbe, altresì, una concentrazione del potere decisionale nelle mani di un socio di minoranza che, non di rado, non coincide con il *founder* – normalmente orientato a strategie di lungo periodo e alla crescita complessiva della società e del mercato, come mostra l'esperienza statunitense –, bensì con investitori istituzionali ispirati da logiche di breve periodo e dalla massimizzazione del valore del portafoglio detenuto (PVM).

Se si condivide l'impostazione proposta, ne consegue che un'eccessiva dissociazione tra la legittimazione all'esercizio dei diritti amministrativi e la titolarità dell'investimento rischia *non solo* di compromettere l'efficienza gestionale della singola società, *ma anche* di incidere negativamente sull'equilibrio complessivo del sistema societario, introducendo un elemento di frizione rispetto ai principi di corretta allocazione del rischio e di proporzionalità tra capitale investito e potere esercitabile⁸⁵.

⁸³ VICARI, *op. ult. cit.*, 527.

⁸⁴ Questa prospettiva appare coerente con le dinamiche che caratterizzano il comportamento degli investitori istituzionali e consente di spiegare perché, pur esercitando pressioni per l'eliminazione delle strutture a doppia classe, essi continuano a investire in società che ne fanno uso: DHARMAPALA-KHANNA, *Controlling Externalities: Ownership Structure and Cross-Firm Externalities*, 8 *U. Mich. L. & Econ. Research Paper, Paper No. 21-022*, 38, nt. 1, evidenziano come una quota significativa della ricchezza dei fondatori o dei detentori di controllo sia investita direttamente nella propria società. Sebbene le azioni a doppia classe possano aumentare la propensione dei fondatori a trarre benefici privati dal controllo, tale struttura può essere interpretata come il corrispettivo che gli investitori accettano di pagare per permettere al fondatore di perseguire la propria visione strategica senza interferenze da parte degli azionisti PVM: Cfr. BATTOCLETTI-ENRIQUES-ROMANO, *Dual Class Shares*, cit., 18.

⁸⁵ Si segnala, come il mancato rispetto dei limiti previsti dalla normativa determini l'invalidità delle clausole statutarie adottate in contrasto con essi, generando così un significativo grado di incertezza

8.– *Tra autonomia statutaria e vincoli inderogabili: la persistenza del rapporto potere–rischio*

Tanto premesso, per dirimere in modo compiuto la questione centrale della presente analisi – vale a dire l’individuazione dei limiti entro i quali possano ritenersi ammissibili le deroghe al principio maggioritario–capitalistico, anche se attuate mediante strumenti eterogenei e, in particolare, con riferimento alla deliberazione di nomina degli amministratori – si impone un’interpretazione sistematica dell’articolo 2351 c.c.

Sebbene abbia ormai perduto la propria valenza assoluta, il principio in questione continua infatti a svolgere una funzione di equilibrio strutturale all’interno del sistema societario, con la conseguenza che il secondo comma dell’art. 2351 c.c. non può essere oggetto di un’interpretazione meramente letterale. Al contrario, esso va inteso come disposizione che, pur nella sua specificità, esprime un principio generale di proporzionalità tra rischio economico assunto e potere decisionale esercitato⁸⁶.

In tale prospettiva, la norma si configura quale diretto corollario del principio maggioritario–capitalistico, secondo cui il potere decisionale ultimo nella società per azioni deve spettare a chi – assumendosi in misura proporzionale il rischio economico dell’impresa – abbia conferito una quota significativa di capitale.

Qualora si aderisca a tale impostazione, il controllo societario non potrebbe, in alcun caso, essere esercitato da chi detenga una partecipazione inferiore al 25% del capitale sociale incrementato di un’azione⁸⁷. Al di sotto di questa soglia, infatti, il divario tra capitale investito e potere di *governance* apparirebbe eccessivo e incompatibile con la coerenza e la stabilità complessiva del sistema societario.

In questa prospettiva, la soglia del 25% più un’azione non assolve soltanto alla funzione di assicurare che il controllo rimanga nelle mani del socio maggiormente esposto sul piano finanziario, ma mira soprattutto a impedire che un soggetto titolare di una

giuridica sull’operato degli organi sociali. Tale situazione potrebbe, in ultima analisi, favorire un incremento del contenzioso, con conseguenze particolarmente rilevanti in un contesto come quello italiano, caratterizzato da tempi processuali generalmente dilatati e da una minore rapidità nella risoluzione delle controversie. Sulla questione, si rinvia, tra gli altri, a IBBA, *Il nuovo diritto societario tra crisi e ripresa (diritto societario quo vadis?)*, *Riv. soc.*, 2016, 1026 ss., spec. 130 ss.

⁸⁶ LIBERTINI–ANGELICI, *Un dialogo*, cit., 1–2.

⁸⁷ Tale soglia minima dovrebbe operare anche nelle ipotesi in cui vengano introdotte categorie di azioni a voto plurimo. In questo senso si vedano in particolare LIBERTINI–ANGELICI, *Un dialogo*, cit., 1, 2. Nello stesso senso anche SANFILIPPO–ARCIDIACONO, *Il rapporto*, cit., 1752. Sul punto, inoltre, cfr. GINEVRA, *La partecipazione*, cit., 312, ove nella nota 52 da conto della questione dei rapporti tra azioni a voto multiplo e art. 2351, co. 2, c.c. con una sintesi delle due opposte tesi dottrinali.

partecipazione inferiore a tale limite possa acquisire il controllo effettivo della società senza aver sopportato un livello minimo e significativo di rischio economico.

Se si accoglie la tesi qui sostenuta, i CEM non devono essere intesi come strumenti volti ad ampliare indefinitamente la dissociazione *potere e rischio*, bensì come meccanismi che – autonomamente o in combinazione con altri istituti – possono incidere su tale rapporto senza tuttavia consentirne una riduzione al di sotto della soglia del 25% (: nonostante la possibilità di creare azioni incorporanti dieci voti ciascuna, infatti, la percentuale minima di capitale necessaria per controllare la società resta il 25% più un'azione, esattamente come prima della riforma).

Ne consegue che, pur avendo perso il carattere di principio assoluto e inderogabile, il modello capitalistico continua a rappresentare un criterio ordinatore fondamentale dell'intero sistema societario. Sarebbe, pertanto, profondamente fuorviante concludere che, nell'attuale disciplina, non esista più alcun principio di correlazione tra *potere e rischio tout court*.

Il legislatore, pur mostrando un atteggiamento di favore verso il rafforzamento dei CEM, continua a ritenere che il *quantum* di dissociazione fra *potere e rischio* non costituisca materia liberamente disponibile per l'autonomia privata, ma debba essere assoggettata a regole di diritto imperativo (*mandatory law*), volte a fissare limiti inderogabili entro i quali il controllo possa essere legittimamente accresciuto (*enhanced*)⁸⁸. Ciò significa che l'ordinamento, fissando il *quantum* della dissociazione fra *potere e rischio* in forza di un principio certamente imperativo e vietando deviazioni ultronee, pretende ancora oggi una, sebbene non proporzionale, connessione fra *ownership e control*⁸⁹.

In tale prospettiva, le recenti modifiche legislative – che costituiscono indubbiamente un passaggio di rilievo nell'evoluzione dell'ordinamento, incidendo in maniera significativa sulla struttura complessiva del sistema societario – non paiono averne scalfito i principi fondanti, aver alterato i principi fondanti della disciplina tradizionale,

⁸⁸ In particolare, con la modifica dell'articolo 2351, comma 4, c.c. ha elevato a dieci il numero massimo di voti attribuibili a ciascuna azione a voto plurimo, il nostro legislatore se, *per un verso*, ha confermato la scelta di derogare in maniera ancora più accentuata al rapporto di corrispondenza tra azioni detenute e controllo societario alla base del principio capitalistico; *per altro*, ha anche stabilito, sia pure con una significativa attenuazione quantitativa, la necessità di fissare una soglia massima, invalicabile e inderogabile (limiti imperativi al grado massimo di CEM) del *supervoting power*.

⁸⁹ ALVARO–CIAVARELLA–D'ERAMO–LANCIANO, *La deviazione dal principio*, cit., 62; LAMANDINI, *Voto plurimo*, cit., 491 ss.; BARCELLONA, *Rischio e potere*, cit., *passim*; SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi*, cit., 134.

contrariamente a quanto talvolta prospettato nel dibattito dottrinale, dove si è parlato di un presunto e radicale *sovertimento* dell'impianto normativo tradizionale.

Al contrario, tali interventi sembrano piuttosto destinati a rafforzare l'autonomia statutaria e a incrementare la flessibilità degli strumenti societari, pur lasciando intatti i confini entro cui la proporzionalità tra capitale e potere continua a costituire un vincolo strutturale per il corretto funzionamento della società per azioni⁹⁰.

A tale ricostruzione è stato tuttavia opposto un rilievo critico, fondato sulle innovazioni introdotte dalla riforma del diritto societario del 2003, che hanno significativamente ampliato la flessibilità nella determinazione del rapporto tra conferimenti e diritti sociali. In questo nuovo contesto normativo, l'efficacia della soglia del 25% più un'azione – tradizionalmente assunta quale indice del controllo societario – risulterebbe sensibilmente ridimensionata dalla presenza di molteplici strumenti che consentono non solo di modulare la distribuzione dei diritti di voto, come previsto dall'art. 2351 c.c., ma anche di incidere sulla misura effettiva del rischio economico sopportato dai soci⁹¹.

Si è osservato che, laddove gli strumenti previsti dall'ordinamento consentano di configurare situazioni nelle quali un socio, pur titolare di una partecipazione quantitativamente modesta, risulti in realtà esposto a un rischio economico significativamente più elevato (si pensi, ad esempio, al conferimento sproporzionato),

⁹⁰ In questo quadro, assume particolare rilievo la scelta del legislatore di qualificare le azioni a voto plurimo come una «*categoria di azioni*». Tale configurazione emerge in modo inequivoco dal TUF, che all'art. 127-*sexies*, quarto comma, fa espresso riferimento alla «*assemblea speciale degli appartenenti alla categoria delle azioni a voto plurimo*». Diversamente, per le azioni a voto maggiorato la legge esclude testualmente tale qualificazione, disponendo che esse «*non costituiscono una categoria speciale di azioni ai sensi dell'articolo 2348 del codice civile*» (art. 127-*quinquies*, co. 7, TUF). L'appartenenza delle azioni a voto plurimo alla categoria speciale è confermata, oltre che dall'art. 127-*sexies*, comma 2 [«*al fine di mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni*»] e dal comma 4 [«*assemblea speciale degli appartenenti alla categoria delle azioni a voto plurimo*»], anche dallo stesso art. 2351 c.c., co. 4 c.c. Mediante quest'ultima disposizione si allude chiaramente alla nozione di categorie speciali di «*azioni fornite di diritti diversi*» di cui all'art. 2348 c.c., cui le azioni a voto plurimo vanno ricondotte (pur essendo una categoria tipica), mentre ne restano escluse quelle a voto maggiorato (art. 127-*quinquies*, co. 5, TUF). In quanto categoria speciale, le azioni a voto plurimo devono dunque soggiacere al limite generale di cui all'art. 2351, comma 2, c.c., secondo cui «*il valore di tali azioni non può complessivamente superare la metà del capitale sociale*». Sull'argomento, v. oltre nel testo, nonché SCHIUMA, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione*, cit., 322; LAMANDINI, *Voto plurimo*, cit., 491; SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi*, cit., 134 ss., spec., 155.

⁹¹ Alcuni autori hanno osservato come non possa escludersi che un socio titolare del 25% più un'azione – soglia tradizionalmente ritenuta necessaria per l'esercizio del controllo – abbia in realtà apportato una quota di capitale sensibilmente inferiore a tale percentuale. Ne deriverebbe che il potere di governo della società potrebbe concentrarsi nelle mani di un soggetto esposto a un rischio economico inferiore al 25%, con conseguente attenuazione tanto del principio di proporzionalità tra rischio e potere – fondamento del modello capitalistico maggioritario – quanto della stessa inderogabilità della soglia minima del 25% più un'azione. In questo senso Notari, *La proporzionalità*, cit., 402 ss.

ovvero, per converso, nelle quali un socio formalmente titolare di una partecipazione rilevante sopporti un rischio sensibilmente inferiore, risulterebbe arduo sostenere che la soglia del 25% più un'azione costituisca una barriera effettiva all'acquisizione del controllo da parte di soggetti che non abbiano assunto un livello minimo e proporzionato di rischio economico.

Ciononostante, se si accoglie l'impostazione qui privilegiata – secondo cui il principio di proporzionalità tra rischio economico assunto e potere decisionale esercitato continua a svolgere una funzione di equilibrio strutturale all'interno del sistema societario – tali rilievi dovrebbero essere interpretati in una prospettiva sistematica. In particolare (ma il tema può essere in questa sede naturalmente soltanto accennato), essi consentono di ricavare dal sistema limiti applicabili in capo ai soci anche con riferimento all'assegnazione *non proporzionale* del capitale, espressamente ammessa dall'articolo 2346, comma 4, c.c., a seguito della Riforma del 2003. Tale assegnazione, infatti, proprio al fine di evitare deviazioni rispetto ai meccanismi e ai principi volti a garantire il corretto esercizio dei diritti di partecipazione – e, attraverso questi, il regolare funzionamento dell'organizzazione societaria – non dovrebbe prescindere da un effettivo investimento da parte dell'assegnatario, seppur non imputato a capitale⁹².

9.– La qualificazione delle categorie azionarie con riserva di nomina esclusiva come azioni con diritto di voto limitato

Alla luce del quadro normativo e sistematico ricostruito, emerge con evidenza la necessità di preservare la legittimazione dell'esercizio del potere all'interno della società per azioni, la quale continua a fondarsi – sebbene in un contesto profondamente trasformato – sul principio capitalistico di correlazione tra rischio economico assunto e potere decisionale⁹³. In questa prospettiva, appare difficilmente derogabile la regola che fissa nella metà del capitale sociale il limite massimo delle azioni non ordinarie a voto pieno, così come resta preclusa la possibilità di configurare assetti proprietari in cui il controllo di diritto sia concentrato nelle mani di una minoranza esigua di soci.

⁹² Sul tema GINEVRA, *La nuova disciplina del capitale sociale*, in *Dir. fall.*, 2004, 496 ss.; VALZER, sub *art. 2346, comma 4 e 5*, cit., 476 s. In termini coerenti, si veda altresì BORDIGA, *Spunti*, cit., 793 ss.

⁹³ Lungi dall'essere superato, tale principio rappresenta ancora oggi un criterio ordinante imprescindibile dell'intero sistema societario, funzionale a garantire equilibrio e responsabilità nell'allocatione delle funzioni di governo.

Se si adotta una prospettiva sistematica, attenta agli equilibri complessivi della disciplina vigente nelle società di capitali “chiuse” – cui la presente analisi si riferisce – il vincolo sancito dal secondo comma dell’art. 2351 c.c. trova una duplice e coerente giustificazione. *Per un verso*, esso risponde all’esigenza di garantire un livello minimo di corrispondenza tra l’entità del rischio effettivamente sostenuto e l’ampiezza del potere esercitato, prevenendo derive opportunistiche e possibili abusi gestionali. *Per altro verso*, tale limite appare motivato dagli effetti distorsivi che le strutture *dual class* sono idonee a produrre sul mercato del controllo societario: cristallizzando gli assetti proprietari e ostacolandone il ricambio fisiologico, esse tendono a comprimere l’efficienza complessiva del mercato delle *corporate control transactions*, con ricadute potenzialmente negative sulla contendibilità delle società e, in ultima istanza, sulla competitività del sistema economico.

Ciò posto, e indipendentemente dall’impostazione teorica che si intenda privilegiare, rimane fermo il limite normativo secondo cui le azioni «*con diritto di voto – singolo o plurimo – limitato a particolari argomenti*» non possono eccedere la metà del capitale sociale. Anche nell’ipotesi in cui si voglia aderire alla ricostruzione che esclude l’applicazione del limite quantitativo del cinquanta per cento in caso di emissione di azioni a voto plurimo, occorre comunque riconoscere che tale impostazione non elide la portata del vincolo quando si tratti di azioni dotate di diritti speciali di nomina.

In dottrina si è infatti opportunamente osservato che anche le azioni che attribuiscono poteri di nomina esclusivi – a prescindere dal numero dei voti che ciascuna di esse conferisce – devono essere qualificate come azioni a voto limitato, la cui ammissibilità è circoscritta entro i confini stabiliti dall’art. 2351, comma 2, c.c. La ragione di tale qualificazione risiede nel fatto che, laddove i titolari di una determinata categoria speciale possano esercitare il diritto di voto unicamente in relazione alle nomine loro riservate, il diritto stesso – pur apparendo *formalmente* integro nella misura di un voto per azione – risulta in realtà limitato nel suo oggetto, giacché circoscritto a una parte soltanto delle cariche sociali e non esteso alla loro totalità⁹⁴.

⁹⁴ CIOCCA, *Il voto di lista*, cit., 280 ss. osserva che il limite in esame si configura come presidio volto a garantire un equilibrio nella distribuzione del potere di governo societario, assicurando che la designazione della componente prevalente dell’organo amministrativo resti nella disponibilità di soggetti rappresentativi di almeno la metà del capitale sociale complessivo. SANFILIPPO, *Funzione*, cit. 329 ss. e 333 s., qualifica come azioni a voto limitato le azioni che incorporano il potere di concorrere alla nomina della componente consiliare di minoranza, perché esse riducono i *quorum* necessari per il controllo della società.

Né sembra convincente il tentativo di superare tale limitazione sostenendo che la nomina degli amministratori si scinda, ordinariamente, in tanti *deliberandi* quanti sono i seggi da coprire, così da considerare comunque *pieno* il voto espresso anche con riferimento a un singolo seggio. Il confronto tra le due situazioni – *da un lato*, l’elezione in assenza di categorie speciali e, *dall’altro*, l’elezione con ripartizione per categorie – evidenzia, infatti, una differenza sostanziale: nel primo caso, ciascuna azione concorre con un voto alla designazione di ogni singolo seggio; nel secondo, invece, l’azione esprime il proprio voto soltanto in relazione a un numero limitato di seggi, poiché la ripartizione per categorie circoscrive necessariamente l’ambito di incidenza del voto.

In questa prospettiva, anche le massime notarili che ammettono la possibilità di attribuire a una categoria di azioni diritti speciali di nomina, eventualmente estesi alla maggioranza o persino alla totalità degli amministratori, finiscono comunque per confermare la perdurante operatività del limite legale posto dall’art. 2351, comma 2, c.c. Tale disposizione opera, infatti, quale presidio sistematico volto a impedire che il controllo della società possa essere concentrato in misura eccessiva nelle mani di una ristretta minoranza di soci, preservando così un equilibrio minimo tra capitale investito e potere di *governance*.

È stato altresì osservato che la presenza di una categoria di azioni dotata di riserva di nomina, quand’anche rappresentativa di una quota inferiore al cinquanta per cento del capitale, incide inevitabilmente sulla qualificazione delle restanti azioni della società. Queste ultime, infatti, a causa dell’esistenza della categoria speciale, risultano abilitate a votare soltanto su una parte dei seggi: talvolta come diritto loro esclusivamente attribuito, talvolta in concorso con le azioni privilegiate.

Da ciò è disceso l’interrogativo se anche tali azioni – ossia le azioni ordinarie che, per effetto della riserva, possono esprimere il voto solo su una porzione dei seggi – debbano essere qualificate come azioni a voto limitato, con conseguente assoggettamento al vincolo previsto dall’art. 2351, comma 2, c.c. Se così fosse, l’assegnazione di diritti speciali di nomina potrebbe avvenire soltanto a favore di una categoria di azioni che superi il valore della metà del capitale sociale, poiché assegnando anche la sola elezione di un componente dell’organo amministrativo a una categoria minoritaria si produrrebbe automaticamente un numero di azioni a voto limitato eccedente la soglia legale.

Un'interpretazione di questo tipo, tuttavia, finirebbe per introdurre una restrizione particolarmente incisiva nell'esercizio dell'autonomia statutaria, difficilmente conciliabile con l'evoluzione sistematica dell'ordinamento societario contemporaneo, che – come evidenziato – appare orientato a valorizzare una crescente flessibilità nel governo della società⁹⁵. Flessibilità che si manifesta, *da un lato*, nel riconoscimento della possibilità di modulare il rapporto tra quota di partecipazione al capitale e diritti di voto; *dall'altro*, nella progressiva apertura verso strumenti che consentano alla minoranza di ottenere di ottenere una rappresentanza qualificata nell'organo di gestione.

Per affrontare correttamente la questione, dunque, occorre innanzitutto coordinare la qualificazione delle azioni come strumenti a voto limitato con il numero di seggi effettivamente attribuiti alla loro competenza elettiva.

In particolare, laddove a una categoria speciale sia riservata la *nomina della maggioranza dei componenti del consiglio di amministrazione*, si potrebbe sostenere che il diritto di voto di tali azioni non risulti, almeno nei suoi effetti concreti, limitato. La possibilità di determinare la composizione della maggioranza dell'organo amministrativo, infatti, produce un effetto sostanzialmente equivalente al voto sulla totalità dei seggi. In questa prospettiva, la categoria di azioni cui sia riconosciuto il potere di eleggere la maggioranza degli amministratori non dovrebbe essere ricondotta alla nozione di azioni a voto limitato, con la conseguenza che essa potrebbe legittimamente superare la soglia della metà del capitale sociale.

Il nodo centrale riguarda la possibilità che la soglia del cinquanta per cento possa essere superata al ribasso, consentendo cioè a una categoria di azioni rappresentativa di una quota inferiore alla metà del capitale sociale di riservarsi il potere di nominare la maggioranza dei componenti degli organi sociali. Per rispondere a tale quesito, è necessario considerare la posizione giuridica delle restanti categorie di azioni: esse, infatti, in quanto abilitate a esprimersi soltanto sulla parte minoritaria dei seggi consiliari – *sia* in via esclusiva, *sia* in concorso con le azioni dotate di diritti speciali – non possono che essere qualificate come azioni a voto limitato. Ne consegue che tali azioni non

⁹⁵ La dottrina ha, del resto, rilevato come, in senso opposto, nel caso in cui a una categoria minoritaria di azioni sia attribuito soltanto il potere di nominare una parte minoritaria dei consiglieri (ad esempio, due su cinque), il diritto di voto delle altre azioni non subisca alcuna compressione significativa. Queste ultime, infatti, mantengono comunque la possibilità di esprimere la maggioranza degli amministratori, preservando così la pienezza ed effettività del loro diritto di voto.

possono, complessivamente, superare la soglia della metà del capitale sociale, pena la violazione del limite inderogabile sancito dall'art. 2351, comma 2, c.c.

In altri termini, la riserva di nomina della componente *prevalente* dell'organo gestorio in favore di una categoria speciale di azioni comporta, inevitabilmente, la qualificazione delle restanti azioni come a voto limitato, con la conseguenza che esse non possono eccedere la metà del capitale sociale. Correlativamente, la categoria di azioni titolare del diritto di nominare la maggioranza degli amministratori deve necessariamente rappresentare almeno la metà del capitale⁹⁶.

Anche la riserva che ha ad oggetto la *nomina della minoranza dei componenti degli organi sociali* conduce comunque al medesimo risultato⁹⁷.

Si può dunque affermare che, se il governo societario deve in ogni caso poter essere esercitato attraverso la nomina della componente prevalente dell'organo amministrativo, non possono che essere considerate – ai soli fini dell'applicazione del limite numerico di cui all'art. 2351, comma 2, c.c. – come «azioni a voto limitato» quelle che attribuiscono ai loro titolari soltanto il potere di concorrere alla nomina della componente minoritaria del consiglio. In questo quadro, il limite codicistico risulterebbe eluso qualora l'attribuzione di diritti speciali di nomina determinasse la privazione, in capo a chi detiene la maggioranza del capitale sociale, della possibilità di eleggere la maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione⁹⁸.

⁹⁶ ANGELILLIS-VITALI, sub *art. 2351 c.c.*, cit., 436; ABRIANI, sub *art. 2351 c.c.*, cit., 307; GIAMPAOLINO, «Nuove» *funzioni*, cit., 642 ss.; TOMBARI, *Le categorie*, cit., 973; SANFILIPPO-ARCIDIACONO, sub *art. 2383 c.c.*, cit., 225.

⁹⁷ La nomina della maggioranza degli organi sociali deve avvenire ad opera e con il concorso di azioni che rappresentino almeno la metà del capitale sociale, e la categoria cui sia riservata la nomina della minoranza degli organi sociali non può essere superiore alla metà del capitale sociale. Infatti, le azioni dotate della prerogativa di nominare la minoranza degli organi sociali, alle quali è precluso di concorrere alla nomina di altri seggi, sono azioni a voto limitato e quindi non possono superare la metà del capitale sociale.

⁹⁸ Vedi CIOCCA, *Il voto di lista*, cit., 78 ss. e 281 ss.; SANFILIPPO-ARCIDIACONO, *Il rapporto*, cit., 1751 ss. Le stesse massime notarili che ammettono pacificamente l'assegnazione ad una categoria di azioni di diritti speciali di nomina anche della maggioranza o totalità degli amministratori fanno salvo questo limite. Così la massima 142 del 2015 del Consiglio Notarile di Milano, secondo cui: «*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*». Nello stesso senso la massima 47 del 2014 del consiglio notarile dei Distretti riuniti di Firenze, Prato e Pistoia: «*È 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*

La *ratio* è evidente: trattandosi di azioni che non consentono di partecipare alla designazione della *maggioranza* degli amministratori, esse risultano strutturalmente prive della pienezza del diritto di voto, e non possono pertanto eccedere la soglia massima fissata dal legislatore. In tale prospettiva, nessuna clausola statutaria può tradursi in un sovvertimento del principio di maggioranza, continua ad imporre che la scelta della componente *prevalente* del consiglio di amministrazione rimanga riservata ad azionisti titolari di almeno la metà del capitale sociale⁹⁹.

In conclusione, il vincolo imposto alle azioni a voto limitato – il cui valore non può in ogni caso eccedere la metà del capitale sociale – comporta che la categoria di azioni cui sia riservato il potere di nominare una parte degli organi sociali presenti due possibili configurazioni: (i) qualora essa sia composta da azioni rappresentative di una quota almeno pari (o superiore) alla metà del capitale sociale, potrà legittimamente riservarsi la nomina della maggioranza, o persino della totalità, dei componenti dell'organo amministrativo; (ii) qualora, invece, essa rappresenti un numero di azioni inferiore, e comunque non eccedente la metà del capitale sociale, la riserva potrà riguardare esclusivamente la nomina di una minoranza dei componenti degli organi sociali, ovvero, al più, di un singolo membro¹⁰⁰.

10.– La soglia invalicabile della maggioranza e il principio di conservazione

Deve, poi, evidenziarsi, sotto altro angolo visuale – e mi avvio a concludere – che le regole qui esaminate esercitano un'incidenza, più o meno diretta, sulle dinamiche connesse alla funzionalità stessa dell'assetto organizzativo.

In proposito, l'analisi condotta in tema di clausole statutarie che riconoscono ai titolari di azioni appartenenti a determinate *categorie* prerogative speciali nell'ambito della

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».

⁹⁹ BIONE, *Le azioni* (1991), cit., 56; LIBERTINI–MIRONE–SANFILIPPO, sub art. 2351 c.c., cit., 272 ss. ABRIANI, sub art. 2351 c.c., cit., 325 s. e nt. 71; GIAMPAOLINO, “Nuove” funzioni, cit., 625 ss.; in precedenza, SANFILIPPO, *Funzione*, cit., 333 s

¹⁰⁰ Entro questi limiti si può concordare con l'orientamento notarile (Firenze Pistoia e Prato), secondo il quale il numero di amministratori nominabili da ciascuna categoria non deve essere proporzionale al numero delle azioni della categoria medesima o al numero dei voti ad esse spettanti e può coincidere anche con la maggioranza o la totalità dei componenti dell'organo. Ciò però a condizione che non si alteri il rapporto tra azioni a voto limitato e azioni a voto pieno, a prescindere dalla circostanza che il voto esercitabile sia unitario o plurimo.

composizione degli organi sociali ha permesso di pervenire a una conclusione articolata circa il grado di disponibilità degli interessi che quelle clausole in varia guisa coinvolgono.

Lo studio della compatibilità della relativa fenomenologia con l'ordinamento ha infatti evidenziato come l'esigenza di garantire la *facilità* di nomina degli amministratori può essere oggetto di compressione statutaria in funzione della tutela di altri interessi ritenuti meritevoli. Tuttavia, tale esigenza non può essere in alcun modo sacrificata sino al punto di precludere al gruppo di controllo la possibilità di garantire, attraverso la scelta degli amministratori, un livello minimo di funzionalità dell'assetto organizzativo¹⁰¹.

In particolare, deve escludersi che lo statuto possa introdurre meccanismi di eleggibilità tali da compromettere (non soltanto la sostituibilità, ma anche) la revocabilità degli amministratori¹⁰², soprattutto quando tali condizioni riguardino l'accesso alla *maggioranza* dei seggi nel consiglio di amministrazione. L'impossibilità di procedere alla sostituzione o alla revoca della maggior parte degli amministratori darebbe infatti luogo a un'*impasse* funzionale sì grave da condurre, in ultima analisi, allo scioglimento della società¹⁰³.

Alla luce di ciò, con riferimento al principio di *conservazione*, la dottrina si è interrogata sulla legittimità di clausole statutarie che – sempre al fine di garantire una rappresentanza equilibrata delle componenti della compagine sociale esterne al gruppo di controllo –

¹⁰¹ È stato in proposito osservato, *inter alia*, da SANFILIPPO, *Funzione*, cit., *passim*, il rischio connesso alla mancata copertura della maggioranza dei seggi consiliari rappresenta un costo intrinseco all'introduzione di sistemi di nomina finalizzati a favorire la raccolta di capitali, mediante le garanzie che la conformazione statutaria della funzione amministrativa offre rispetto, di volta in volta, all'interesse al controllo, alla partecipazione alla gestione o, più in generale, alla correttezza dei comportamenti gestori. Tuttavia, resta fermo che il perseguimento dell'efficienza in chiave dinamica – funzionale a garantire condizioni favorevoli all'avvio di nuove iniziative imprenditoriali – non può sacrificare l'altrettanto rilevante profilo statico dell'efficienza, inteso come conservazione delle imprese già operanti sul mercato. In termini positivi, il diritto societario individua un punto di equilibrio fra l'interesse al disinvestimento e quello alla conservazione dell'iniziativa, attraverso l'attribuzione ai soci (o a gruppi di soci) titolari di *quorum* qualificati del potere di deliberare lo scioglimento anticipato della società. Risulta pertanto inaccettabile riconoscere a soci che non dispongano di tali *quorum* – o addirittura a soggetti terzi – la possibilità di determinare lo scioglimento della società per effetto di clausole statutarie incidenti sull'assetto organizzativo.

¹⁰² SANFILIPPO, *Funzione*, cit., 306 ss.

¹⁰³ Pur fermo questo limite invalicabile – che si ricava dall'esigenza di garantire la sostituibilità della maggioranza degli amministratori – non è dato rinvenire, nel nostro ordinamento, un principio assoluto e indisponibile di *agevole sostituibilità* degli amministratori. È lo stesso legislatore, infatti, a prevedere, all'art. 2380-*bis*, comma 2, c.c., la possibilità che lo statuto riservi la nomina ai soli soci, anche in compagini ristrette, con ciò accrescendo sensibilmente il rischio di mancata sostituzione. Rischio che risulta ulteriormente amplificato nel caso in cui lo statuto preveda, altresì, clausole di non rieleggibilità (art. 2383, co. 3, c.c.).

attribuiscono ai titolari di una singola categoria di azioni la facoltà di nominare, *ovvero* occupare la maggioranza dei seggi consiliari¹⁰⁴.

Come noto, l'ordinamento non tollera una situazione di incompletezza dell'organo amministrativo che riguardi la maggioranza dei suoi componenti, configurazione che – se protratta – conduce inevitabilmente allo scioglimento della società (cfr., *supra*, Capitolo 2, paragrafo 9). Alla luce di ciò, occorre escludere che il controllo della maggioranza dei seggi consiliari possa essere attribuito a quegli azionisti di categoria le cui partecipazioni complessive non raggiungano le soglie necessarie per deliberare lo scioglimento della società, in quanto ciò sarebbe incompatibile non solo con il principio maggioritario–capitalistico – ancora da ritenersi inderogabile – ma anche con il principio di *conservazione*.

La compressione della facilità di nomina e, con essa, della libertà decisionale dell'assemblea non trova giustificazione rispetto agli interessi in gioco, qualora la clausola statutaria riconosca ai titolari di una *categoria* di azioni di minoranza l'eleggibilità alla componente prevalente del consiglio di amministrazione¹⁰⁵. Ne discende che le azioni appartenenti a tali categorie, se prive di quel livello minimo di rappresentatività capitale, non possono conferire ai rispettivi titolari la legittimazione [attiva o passiva] per la nomina della maggioranza degli amministratori¹⁰⁶.

Ciò che impone un limite è il rispetto del principio capitalistico, che costituisce l'architrave del modello azionario delineato dal legislatore¹⁰⁷, in forza del quale non può

¹⁰⁴ Occorre considerarsi che incide sulla funzionalità dell'assetto organizzativo tanto la facoltà di nominare quanto quella di accettare la nomina, poiché l'azionista al quale è riservata la legittimazione ad accedere alla carica viene a disporre di un potere potenzialmente idoneo a riflettersi sul corretto funzionamento della società.

¹⁰⁵ In simile ipotesi non si avrebbe un rafforzamento della rappresentatività dell'organo gestorio, bensì un vero e proprio sovvertimento del principio maggioritario di matrice capitalista.

¹⁰⁶ Parimenti, appare in contrasto con il principio di conservazione la previsione statutaria che, in una società il cui capitale sia equamente ripartito in due gruppi di azioni, attribuisca la legittimazione passiva per la nomina della componente consiliare prevalente esclusivamente ai titolari di azioni appartenenti a una sola delle due categorie. L'esigenza di definire in senso non paritetico la composizione consiliare può effettivamente emergere nella diversa ipotesi di società *fifty-fifty*; tuttavia, sul piano dell'autonomia statutaria, tale esigenza non sembra poter essere soddisfatta mediante una clausola che riservi la legittimazione passiva alla nomina in capo a uno solo dei due soci, giacché la stabilità della carica gestoria che ne deriverebbe risulta incompatibile con un tratto indefettibile dell'ufficio amministrativo nel tipo s.p.a. Piuttosto, essa – insieme alla correlata esigenza di prevenire il rischio di stallo funzionale dell'organo amministrativo, connesso a una composizione “paritetica” derivante dalla fonte elettiva – sembra poter trovare riconoscimento sul piano statutario negli spazi che l'ordinamento lascia ai soci nella conformazione delle regole di funzionamento dell'amministrazione pluripersonale.

¹⁰⁷ LIBERTINI–MIRONE–SANFILIPPO, *L'assemblea*, cit., XXV ss.

essere ammesso che una componente minoritaria del capitale acquisisca un'influenza preponderante sulla composizione dell'organo gestorio.

Ne discende che non appare neppure conforme al dettato normativo la previsione di requisiti di eleggibilità degli amministratori funzionali a restringere arbitrariamente l'accesso alle cariche, al fine di assicurare un controllo chiuso sulla società¹⁰⁸. In questa prospettiva, è stato osservato che qualora ricorra in concreto una simmetria numerica tra i seggi riservati e i titolari delle azioni della categoria interessata, questa può contribuire a scongiurare situazioni distorsive¹⁰⁹.

In tale quadro, emerge ancora una volta la natura indisponibile del principio di conservazione delle società azionarie. Sulla base di tale principio, non sembrano superare il giudizio di liceità quei sistemi statutari di nomina che possano compromettere la funzionalità dell'organizzazione sociale, sia in relazione al comportamento di gruppi minoritari nell'assemblea deputata all'elezione degli amministratori, sia a causa di variabili indipendenti dalle decisioni della maggioranza azionaria.

Se si conviene dunque sulla correttezza delle ricostruzioni sopra richiamate, deve in definitiva riconoscersi che le ricadute applicative nella materia delle regole di nomina si incentrano su di una valutazione in linea di principio di inammissibilità a che gli statuti possano conformare procedimenti di preposizione ove la nomina della maggioranza degli amministratori risulti vuoi nell'esclusiva disponibilità di gruppi (complessivamente) di minoranza in assemblea ordinaria, vuoi soggetta a requisiti di legittimazione passiva in via tipica di non agevole rinvenimento.

Diverso è il caso in cui la restrizione della scelta per la nomina della maggioranza dei membri del consiglio sia circoscritta ai titolari della *categoria* di azioni corrispondente alla maggioranza del capitale sociale – vale a dire a coloro che già dispongono delle aliquote necessarie per deliberare lo scioglimento della società. In tale ipotesi, pur non essendoci una giustificazione legata alla rappresentatività, dal momento che il governo societario è fisiologicamente attribuito a tale maggioranza, la clausola non può ritenersi immeritevole. Essa può, al contrario, riflettere l'interesse legittimamente perseguibile in

¹⁰⁸ Sono, quindi, da ritenere preclusi i sistemi che conferiscono poteri di nomina al di fuori dell'assemblea, sia a favore di altri organi societari o singoli soci o terzi, sia tramite la fissazione di requisiti di eleggibilità degli amministratori funzionali alla "chiusura" della società (ad esempio, richiedendo che gli amministratori siano scelti tra i titolari di azioni appartenenti a specifici "gruppi").

¹⁰⁹ SANFILIPPO, *Il controllo*, cit., 185 ss.

sede statutaria di garantire che la maggioranza degli amministratori provenga dal gruppo azionario di controllo¹¹⁰.

Ne consegue che, in linea di principio, l'intero consiglio può essere formato da soggetti appartenenti a diverse categorie di azioni, fermo restando che, per le categorie minoritarie, non è ammissibile riservare loro la legittimazione passiva per la copertura della componente prevalente dell'organo amministrativo.

¹¹⁰ Tale interesse assume pregnanza nelle società a struttura “chiusa”, in ragione dei limiti statuari alla circolazione delle azioni.

BIBLIOGRAFIA

AA.VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 245 ss.

ABBADESSA P.–MIRONE A., *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2012, 269 ss.

ABBADESSA P., *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a Libertini*, t. 1, 2015, 9 ss.

ABBADESSA P., *La competenza assembleare in materia di gestione nella s.p.a.: dal codice alla riforma*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010, 13 ss.

ABBADESSA P., *Profili topici della nuova disciplina della delega amministrativa*, in P. ABBADESSA–G.B. PORTALE (a cura di), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. 2, Torino, 2006, 493 ss.

ABBADESSA P., *L'assemblea nella s.p.a.: competenza e procedimento*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 542.

ABBADESSA P., *L'assemblea: competenza*, in G.E. COLOMBO–G.B. PORTALE (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, 3^a ed., Torino, 1993, 45.

ABBADESSA P., *Disposizioni generali sulle società*, in Rescigno (diretto da), *Trattato di diritto privato*, XVI, Torino, 1985, 5.

ABRIANI N., *Indipendenza e autonomia del Comitato per il controllo sulla gestione tra disciplina legale e regole statutarie*, in *AGE*, 1/2016, 145 ss.

ABRIANI N., *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, in *giustiziacivile.com*, 29 settembre 2014.

ABRIANI N., *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in ABRIANI–AMBROSINI–CAGNASSO–MONTALENTI, *Le società per azioni*, I, in COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, IV, Padova, 2010, 231 ss.

ABRIANI N., *Delle azioni e degli altri strumenti finanziari*, in COTTINO–BONFANTE–CAGNASSO–MONTALENTI (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004, 209 ss.

ABRIANI N., *sub art. 2351 c.c.*, in COTTINO–BONFANTE–CAGNASSO–MONTALENTI (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004, 2004, 324 ss.

ABRIANI N., *La struttura finanziaria delle società di capitali nel progetto Mirone e nella legge delega per la riforma del diritto societario: un primo confronto*, in Associazione Preite, *Verso un nuovo diritto societario*, Il Mulino, 2002, 296 ss.

ABRIANI N., *Il divieto del patto leonino*, Milano, 1994, 46 ss.

ABU AWWAD A., *Abuso delle categorie di azioni e patti parasociali nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2016, 1072 ss.

ACERBI, *Osservazioni sulle stock options e sull'azionariato dei dipendenti*, in *Riv. Soc.*, 1998, 1193 ss.

ALCHIAN A.–DEMSETZ H., *Production, information costs and economic organization*, 62 *The American Economic Review*, 1972, 777 ss.

ALLEGRI V., *L'amministrazione e il controllo*, in AA.VV., *Diritto commerciale*, Bologna, 2004, 192.

ALVARO S.–CIAVARELLA A.–D'ERMO D.–LANCIANO N., *La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo*, *Quaderno giuridico Consob*, n. 3, 2014.

ANGELICI C., *Interesse sociale e business judgement rule*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, I, 576 ss.

ANGELICI C., *La società per azioni. Principi e problemi*, in CICU–MESSINEO–MENGONI (già diretto da)–SCHLESINGER (continuato da), *Trattato di diritto civile e commerciale*, I, Milano, 2012, 407 ss.

ANGELICI C., *Le azioni*, in MARCHETTI (diretto da), *Il codice civile. Commentario*, NOTARI (a cura di), *Azioni*, 2008, 168 ss.

ANGELICI C., *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006.

ANGELICI C., *Le basi contrattuali della società per azioni*, in COLOMBO–PORTALE (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, I, Torino, 2004, 106 ss.

ANGELICI C., *Della società per azioni. Le azioni. Artt. 2346–2356*, in SCHLESINGER (diretto da), *Il Codice Civile. Commentario*, Milano, 1992, 40 ss.

ANGELICI C., *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 8 s.

ANGELILLIS A.–VITALI M., sub *art. 2351 c.c.*, in NOTARI (a cura di), *Azioni*, in MARCHETTI–BIANCHI–GHEZZI–NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, 437 ss.

AUTUORI, sub *art. 2349 c.c.*, in NOTARI (a cura di), *Azioni*, in MARCHETTI–BIANCHI, GHEZZI–NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, 180 ss.

AYOTTE K.–HANSMANN H., *A nexus of contracts theory of legal entities*, 42 *International Review of Law and Economics*, 2015, 1 ss.

BAINBRIDGE S., *Understanding Dual Class Stock Part I: An Historical Perspective*, 2017.

BALZARINI P., *Note in tema di deroghe statutarie al regime legale dell'assemblea ordinaria di seconda convocazione*, in *Riv. soc.*, 1974, 569 ss.

BERCHUCK L.–BRAV A.–JIANG W., *The Long-term Effects of Hedge Fund Activism*, in *Columbia Law Review*, 2015, 115, 1085 ss.

BARCELLONA E., voce *Ordine pubblico*, in D'Amico (diretto da), *Enc. dir.*, I tematici, I, Contratto, Milano, 2021, 769 ss.

BARCELLONA E., *Rischio e potere nel diritto societario riformato (fra golden quota di s.r.l. e strumenti finanziari di s.p.a.)*, Torino, 2012, 175 ss., 111 ss.

BARCELLONA E., sub *art. 2351, co. 4, c.c.*, in ABBADESSA–PORTALE (a cura di), *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, I, Milano, 2016, 571 ss.

BATTOCLETTI V.–ENRIQUES L.–ROMANO A., *Dual Class Shares in the Age of Common Ownership*, Law Working Paper n. 628/2022, January 2023.

BEBCHUK–KASTIEL, *The Untenable Case for Perpetual Dual Class Stock*, 103 *Va. L. Rev.*, 2017, 585 ss.

BEBCHUK–KRAAKMAN–TRIAANTIS, *Stock Pyramids, Cross–Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash–Flow Rights*, in *Concentrated Corporate Ownership*, 2000, 295 ss.

BIONE M., *Le azioni*, in COLOMBO–PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, II*, Torino, 1991, 51 ss.

BLANDINI A., *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 477 ss.

BORDIGA F., *Spunti in tema di autonomia statutaria nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2021, 788 ss.

BUONOCORE V., *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull’art. 2381, commi terzo e quarto, del codice civile*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 19 ss.

CALANDRA BUONAURA V., *L’amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, Torino, 2019, 16 ss., 20.

CALANDRA BUONAURA V., *Amministrazione disgiuntiva e società di capitali*, Milano, 1984, 15 ss.

ACERBI, *Osservazioni sulle stock options e sull’azionariato dei dipendenti*, in *Riv. Soc.*, 1998, 1993 ss.

CALVOSA L., *La partecipazione eccedente*, Milano, 1999.

CAMPOBASSO G., *Diritto delle società*, in CAMPOBASSO (a cura di), *Diritto commerciale*. 2, Milano, 2020.

CAMPOBASSO G., *La riforma delle società di capitali e delle cooperative. Aggiornamento del diritto commerciale*, Torino, 2003.

CAPIZZI V. – AGSTNER P. – GIUDICI P., *Il design contrattuale delle startup VC–financed in Italia*, in *AGE*, 2021, 230 ss.

CARIELLO V., *Un formidabile strumento di dominio economico: contrapposizioni teoriche, battaglie finanziarie e tensioni ideologiche sul voto potenziato tra le due guerre mondiali*, 2015.

CASELLI C., *Problemi in tema di nomina degli amministratori di società per azioni*, in *Contr. e impr.*, 1989, I, 69 ss.

CASELLI C., *Vicende del rapporto di amministrazione*, in COLOMBO–PORTALE (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, IV, Torino, 2004, 24 ss.

CECCHI, *Gli amministratori di società di capitali*, Milano, 1998.

CIAN M., *Diritti degli azionisti ed efficienza organizzativa: l'esperienza italiana in una prospettiva europea*, in *Studium Iuris*, 2015, 782 ss.

CIAN M., *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella «nuova» s.p.a.*, in Abbadessa–Portale (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2006, I, 751 ss.

CIAN M., *Intervento e voto in assemblea: le nuove tecnologie come mezzo per promuovere l'attivismo degli investitori istituzionali?*, in *BBTC*, 420 ss.

CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, 2006.

CIAN M.–SANDEI C., *sub art. 2348 c.c.*, in SANTOSUOSSO (a cura di), *Delle società – dell'azienda – della concorrenza*, I, in GABRIELLI (diretto da), *Commentario del Codice Civile*, Torino, 2014, 907 ss.

CIOCCA N., *Il voto di lista nelle società per azioni*, Milano, 2018.

COFFEE jr. J., *Dual Class Stock: The Shades of Sunset*, in Columbia Law School Blue Sky Blog, November 19, 2018.

COSSU M., *sub art. 2449 c.c.*, in SCHLESINGER (fondato da)–BUSNELLI (diretto da), *Il Codice Civile. Commentario*, Milano, 2018, 148 ss.

COSSU M., *L'attivismo degli investitori non istituzionali in Italia*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2017, I, 398 ss.

COSSU M., *Società aperte e interesse sociale*, Torino, 2006.

COSTA C., *Le assemblee*, in COLOMBO–PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, III**, Torino, 1993, 523 ss.

COSTI R., *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in ABBADESSA–PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2006, 729 ss.

COTTINO G., *Diritto societario*, Padova, 2011.

CUCCU F., *Partecipazioni pubbliche e governo societario*, Torino, 2019.

D’ALESSANDRO, *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giur. comm.*, 1990, 581 ss.

DACCÒ A., *La teoria del nexus of contracts*, in PORTALE (a cura di), *Lezioni di diritto privato comparato*, Torino, 2007, 185 ss.

DAVIES P., *Corporate Boards in the United Kingdom*, in DAVIES–HOPT–NOVAK–VAN SOLINGE, *Corporate Boards in Law and Practice. A Comparative Analysis in Europe*, 2013, 745 ss.

DAVIES P., *Gower and Davies’ Principles of Modern Company Law*, London, 2003.

DE LUCA N., sub *artt. 2368–2369 c.c.*, in ABBADESSA–PORTALE (a cura di), *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, I, Milano, 2016, 928 ss.

DHARMAPALA D.–KHANNA V., *Controlling Externalities: Ownership Structure and Cross-Firm Externalities*, 8 *U. Mich. L. & Econ. Research Paper*, Paper No. 21–022.

DONATIVI V., *Patti parasociali*, in COSTI (diretto da)–BUONOCORE (fondato da), *Trattato di Diritto Commerciale*, Torino, 2022, 69 ss.

DONATIVI V., *La nomina pubblica alle cariche sociali nelle società per azioni*, Torino, 2010.

DONATIVI V., *Strumenti di corporate governance nel rapporto fra fondi di private equity e PMI*, in *BBTC*, 2008, I, 205 ss.

EASTERBROOK F.–FISCHEL D., *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, 1991.

ELSON C.–FERRERE C., *SNAP Judgment: Unequal Voting and the Business Judgment Rule*, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance & Financial Regulation*, 2018.

ENRIQUES L., *Quartum non datur: appunti in tema di strumenti finanziari partecipativi in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *BBTC*, 2005, 166 ss.

ENRIQUES L., *Spunti in tema di strumenti finanziari partecipativi ibridi e di azioni correlate e riscattabili (con un caveat sulle trasformazioni elusive da s.r.l. a s.p.a.)*, in DE TILLA–ALPA–PATTI (a cura di), *Nuovo diritto societario*, Roma, 2003, 107 ss.

EREDE M.–SANDRELLI G., *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2013, 931 ss.

FAUCEGLIA G., *La regola maggioritaria nella società azionaria: il lento declino della legge della ragione e la crisi del capitalismo*, in *Principi e metodo, società e organizzazione*, in NUZZO–PALAZZOLO (a cura di), *Studi in onore di Gustavo Visentini*, 2020, 219 ss.

FAUCEGLIA G., *La «sopravvivenza» del principio maggioritario nelle società a responsabilità limitata*, in *Riv. not.*, 2019, 1189 ss.

FERRO–LUZZI P., *Riflessioni sulla riforma: la società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 689 ss.

FERRI G., *Le società*, in VASSALLI (diretto da), *Trattato di diritto civile*, X, 3, Torino, 1987, 672 ss.

FERRI jr. G.–ROSSI M., *La gestione dell'impresa organizzata in forma societaria*, in IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 575 ss.

FERRI jr. G., *Azioni a voto plurimo e voto maggiorato: profili tipologici*, *Riv. not.*, 2015, 761 ss.

FERRI jr. G., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in MONTAGNANI (a cura di), *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Milano, 2004, 67 ss.

FERRI jr. G., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 805 ss.

FORTUNATO S., *Atti di organizzazione, principi di correttezza amministrativa e Business Judgment Rule*, in *Giur. comm.*, 2021, II, 1381 s.

FRANZONI M., sub *art. 2386 c.c.*, in GALGANO (a cura di), *Commentario del Codice Civile Scialoja–Branca*, tomo III, vol. I, Bologna–Roma, 2008, 263 ss.

FRANZONI M., sub *art. 2388 c.c.*, in GALGANO (a cura di), *Commentario del Codice Civile Scialoja–Branca*, tomo III, vol. I, Bologna–Roma, 2008, 306 ss.

GALGANO F., *La società per azioni*, in ID. (a cura di), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, vol. 7, Padova, 1988, 234 ss.

GARGANTINI M., *Coordinamento extra–assembleare dei soci e azione di concerto*, in *Società, banche e crisi di impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, Torino, 2014, 2097 ss.

GHEZZI F.–VENTORUZZO M., *La nuova disciplina delle partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici nel capitale delle società per azioni: fine di un privilegio?*, in *Rivista delle Società*, 2008, 704 s.

GHEZZI F., sub *art. 2386 c.c.*, in GHEZZI (a cura di), *Amministratori*, in MARCHETTI–BIANCHI–GHEZZI–NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2005, 263 ss.

GIAMPAOLINO C., *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, in *Giur. comm.*, 2015, 779 ss., 785

GIAMPAOLINO C., *Nuove «funzioni» e questioni delle azioni di categoria*, in *Studi per Franco di Sabato*, Napoli, 2009, 625 ss.

GIAMPAOLINO C., *Le azioni speciali*, Milano, 2004.

GIANNELLI G., *Sulla competenza a deliberare l'emissione di strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, 163 ss.

GILSON R.–GORDON J., *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 113 *Columbia Law Review*, 2013, 874 ss.

GINEVRA E.–PRESCIANI C., *Il dovere di istituire assetti adeguati ex art. 2086 c.c.*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2019, 1216 ss.

GINEVRA E., *Libertà d'impresa, autonomia privata e nuove direttive per l'interprete*, in *Dir. banc.*, 2023, 1 ss.

GINEVRA E., *Tre questioni applicative in tema di assetti adeguati nella s.p.a.*, in *BBTC*, 2021, 554 ss.

GINEVRA E., *Gli strumenti finanziari diversi da azioni e obbligazioni*, in CIAN (a cura di), *Diritto commerciale, III. Diritto delle società*, Torino, 2020, 384 ss.

GINEVRA E., *La partecipazione azionaria*, in CIAN (a cura di), *Diritto commerciale, III. Diritto delle società*, Torino, 2020, 292 ss.

GINEVRA E., *Le obbligazioni*, in CIAN (a cura di), *Diritto commerciale, III. Diritto delle società*, Torino, 2020, 366 ss.

GINEVRA E., *Il problema della responsabilità fiduciaria degli intermediari finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2019, I, 569.

GINEVRA E., *L'organizzazione societaria*, Torino, 2018, 8 ss.

GINEVRA E., sub *artt. 2360–2361 c.c.*, in SANTOSUOSSO (a cura di), *artt. 2247–2378*, in GABRIELLI (diretto da), *Commentario del codice civile, Delle società – Dell'azienda – Della concorrenza*, Torino, 2015, 1331 ss.

GINEVRA E., *Premesse a uno studio sulla rilevanza non contrattuale della società*, IN CAMPOBASSO–CARRIELLO–DI CATALDO–GUERRERA–SCIARRONE ALIBRANDI (diretto da), *Società, banca e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, I, Torino, 2014, 294 ss.

GINEVRA E., *La sottoscrizione di azioni proprie*, in ABBADESSA–PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, I, Torino, 2005, 679 ss.

GINEVRA E., *La nuova disciplina del capitale sociale*, in *Dir. fall.*, 2004, 496 ss.

GOMPERS P.–ISHII J.–METRICK A., *Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States*, 23 *Rev. Fin. Stud.*, 2010, 1051 ss.

GUIZZI G., *Nomina degli amministratori e cooptazione*, in LIBONATI (a cura di), *Amministrazione e amministratori di società per azioni*, Milano, 1995, 70 s.

IANNIELLO B., *La riforma del diritto societario: guida sistematica e comparata alla nuova disciplina delle società*, Milano, 2003.

IANNIELLO B., *Derogabilità dei quorum deliberativi di assemblea ordinaria di S.p.A. in seconda convocazione*, in *Società*, 1998, 1335 ss.

IBBA C.–DEMURO I., *sub art. 2449 c.c.*, in ABBADESSA–PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, II, Milano, 2016, 2851 ss.

IBBA C., *Il nuovo diritto societario tra crisi e ripresa (diritto societario quo vadis?)*, *Riv. soc.*, 2016, 1026 ss.

IRRERA M., *L'obbligo di corretta amministrazione e gli assetti adeguati*, in COTTINO–BONFANTE–CAGNASSO–MONTALENTI (diretto da), *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003–2009*, Bologna, 2009, 550 ss.

JENSEN M.–MECKLING W., *Theory of the firm: managerial behaviour, agency cost and ownership structure*, 3 *Journal of Financial Economics*, 1976, 305 ss.

JUSTE MENCÍA J., *La partecipazione della minoranza nella nomina degli amministratori di società per azioni: sulla possibilità di introdurre un sistema proporzionale di elezione*, in *Giur. comm.*, 1993, I, 970 ss.

LA SALA G., *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, 2011.

Lamandini, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nell'emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *BBTC*, 2003, I, 519 ss.

LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, 2001.

LAMANDINI M., *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 491 ss.

LAURINI G., sub *artt. 2368–2369 c.c.*, in PICCIAU (a cura di), *Assemblea*, in MARCHETTI–BIANCHI–GHEZZI–NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, 99 ss.

LENER R.–TUCCI A., *La nuova disciplina dell’Opa e i poteri della Consob*, in *Società*, 2004, 550 ss.

LENER R., *La meritevolezza degli interessi nella recente elaborazione giurisprudenziale*, in *Riv. dir. civ.*, 2020, I, 615 ss.

LENER R., *L’assemblea nel diritto societario*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, I, 171 ss., *ivi*, 174 ss.

LEOZAPPA G., *Nomina delle cariche sociali e categorie azionarie*, in *Giur. comm.*, 1996, I, 813 ss.

LIBERTINI M.–ANGELICI C., *Un dialogo sul voto plurimo e diritto di recesso*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I, 1 ss.

LIBERTINI M.–MIRONE A.– SANFILIPPO P., *Il mito della democrazia azionaria e la perdurante attualità del tema della c.d. tutela delle minoranze*, in *L’assemblea di società per azioni, Artt. 2363–1379 ter*, Milano, 2016, XXXVIII ss.

LIBERTINI M.–MIRONE A.– SANFILIPPO P., sub *art. 2363 c.c.*, in *L’assemblea di società per azioni. Artt. 2363–2379–ter*, Milano, 2016.

LIBERTINI M.–MIRONE A.– SANFILIPPO P., sub *art. 2346 c.c.*, in D’ALESSANDRO (diretto da), *Commentario Romano al Nuovo diritto delle società, Artt. 2325–2379–ter*, Padova, 2010, 229 ss.

LIBERTINI M.–MIRONE A.– SANFILIPPO P., sub *art. 2351 c.c.*, in D’ALESSANDRO (diretto da), *Commentario Romano al Nuovo diritto delle società, Artt. 2325–2379–ter*, Padova, 2010, 272 ss.

LIBERTINI M., *Principio di adeguatezza organizzativa e disciplina dell’organizzazione delle società a controllo pubblico*, in *Giur. comm.*, I, 2021, 5 ss.

LIBERTINI M., *Autonomia individuale e autonomia d’impresa*, in GITTI–MAUGERI–NOTARI (a cura di), *I contratti per l’impresa*, I, Bologna, 2012, 33 ss.

LIBERTINI M., *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, 204 ss.

LINCIANO N.–CIAVARELLA A.–SIGNORETTI R., *Rapporto Consob 2014 sulla corporate governance delle società quotate italiane*, dicembre 2014, 1 ss.

LOLLI A., *sub art. 2351 c.c.*, in MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, I, Padova, 2005, 207.

LUND D., *Nonvoting Shares and Efficient Corporate Governance*, 71 *Stan. L. Rev.*, 2019, 687 ss.

MARCHETTI C., *La nexus of contracts theory. Teorie e visioni del diritto societario*, Milano, 2000.

MAROCCHI M., *Sull'attualità della correlazione tra potere e rischio nella s.p.a. riformata*, in *Contr. e impr.*, 1/2014, 221 ss.

MAUGERI M., *Venture capital, preferenze di liquidazione e conflitti tra soci*, in *Rivista ODC*, 2024, 244 ss.

MAUGERI M., *Se possa riservarsi a una categoria di azioni o gruppi di azionisti la nomina di singoli amministratori o sindaci*, in GAMBINO (a cura di), *Società di capitali. Casi e materiali*, Torino, 2006, 57 ss.

MAUGERI M., *Azioni di risparmio e azioni di categoria: prime note sul coordinamento tra t.u.f. e nuovo diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 1292 ss.

MENGONI L., *Autonomia privata e costituzione*, in *BBTC*, 1997, I, 20.

MIGNOLI A., *Le assemblee speciali*, Milano, 1960.

MIGNONE G., *Non linearità del rapporto tra risparmio nell'investimento e voto doppio o triplo nella società per azioni*, in *BBTC*, 2019, I, 478 ss.

MIGNONE G., *Nuovi istituti per il finanziamento societario e associazione in partecipazione*, in *Riv. soc.*, 2006, 1030 ss.

MIGNONE G., *sub art. 2351, co. 5, c.c.*, in COTTINO–BONFANTE–CAGNASSO–MONTALENTI (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, I, Torino, 2004, 331 ss.

MOORE M., *Designing Dual-Class Sunsets: The Case for a Transfer-Centered Approach*, 12 *William & Mary Business Law Review*, 2020, 93 ss.;

MINERVINI G., *La "meritevolezza" del contratto. Una lettura dell'art. 1322, comma 2, c.c.*, Torino, 2019, 29 ss.

MINERVINI G., *Quorum costitutivo e quorum deliberativo nelle assemblee ordinarie di seconda convocazione*, in *Riv. dir. impr.*, 1989, 5 ss.

MIOLA M., *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 442 ss.

MIOLA M., *I conferimenti in natura*, in COLOMBO–PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, I***, Torino, 2004, 248 ss.

MIRONE A., *Il sistema tradizionale: l'assemblea*, in CIAN (a cura di), *Diritto commerciale, III, Diritto delle società*, Torino, 2017, 399 ss.

MIRONE A., *Il procedimento deliberativo nelle società di persone*, Torino, 1998, 59 ss.

MONTAGNANI M., *sub art. 2383 c.c.*, in GHEZZI (a cura di), *Amministratori*, in MARCHETTI–BIANCHI–GHEZZI–NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, 150 ss.

Nazzicone, *sub art. 2383 c.c.*, in LO CASCIO (a cura di), *La riforma del diritto societario*, 2003, Milano, 2849 ss.

NOTARI M., *Disposizioni generali. Conferimenti. Azioni*, in AA.VV., *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 2012, 145 ss.

NOTARI M.–GIANNELLI A., *sub art. 2346, co. 6, c.c.*, in MARCHETTI–BIANCHI–GHEZZI–NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, 103 s.

NOTARI M., *Le categorie speciali di azioni*, in ABBADESSA–PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2007, 593 ss.

NOTARI M., *Le società e il nuovo diritto societario al termine del periodo transitorio*, in *Società*, 2005, I, 8 ss.

NOTARI M., *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, Milano, 2004, 46 ss.

NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *BBTC*, 2003, 542 ss.

NOTARI M., *Diritti «particolari» dei soci e categorie «speciali» di partecipazioni*, in *AGE*, 2003, 325 ss.

PIRAINO F., voce *Meritevolezza degli interessi*, in D'Amico (diretto da), *Enc. dir.*, I tematici, I, Contratto, Milano, 2021, 677 ss.

PISANI MASSAMORMILE A., *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, 1268 ss.

PORTALE G., *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in COLOMBO–PORTALE (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, 1**, Torino, 2004, 3 ss.

PORTALE G., *Tra diritto dell'impresa e metamorfosi della s.p.a.*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, I, 137 ss.

PRESCIANI C., voce *Assetti organizzativi d'impresa*, in *Dig. disc. priv.*, sez. comm., Agg. IX, Torino, 2022, 1 ss.

REGOLI D., *Gli amministratori*, in IBBA–MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. II, Milano, 2020, 1703 ss.

REGOLI D., *Gli amministratori indipendenti*, in ABBADESSA–PORTALE (a cura di), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gianfranco Campobasso*, vol. 2, Torino, 2006, 419 ss.

RESCIO G., *Tetti di voto, tetti di partecipazione*, in BRIOLINI (a cura di), *Principio capitalistico. Quo vadis?*, Torino, 2017, 246 ss.

RESCIO G., *L'assemblea nel progetto di riforma delle società di capitali*, in *Verso il nuovo diritto societario. Dubbi ed attese, Atti del Convegno*, Firenze, 16 novembre 2002.

RIVOLTA G., *Ragioni dell'impresa e principio di conservazione nel nuovo diritto societario*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, 572

RIVOLTA G., *Diritto delle società. Profili generali*, in COSTI (diretto da)–Buonocore (fondato da), *Trattato di diritto commerciale*, Torino, 2015, 99 ss.

ROSSI S., *Diritti di partecipazione degli azionisti e collegialità nell'assemblea delle società quotate*, in CAMPOBASSO–CARIELLO–DI CATALDO–GUERRERA–SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Società, banche e crisi di impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, I, Torino, 2014, 879 ss.

SACCHI R., *L'intervento ed il voto nell'assemblea delle s.p.a. Profili procedurali*, Torino, 1990, 295.

SACCO R.–DE NOVA G., *Il contratto*³, II, in SACCO (diretto da), *Trattato di diritto civile*, Torino, 2004, 84 ss.

SACHDEV N., *Why the Dual–Class Stock Structure is Popular with Tech Companies*, *The Sociable*, 6 marzo 2019.

SALAFIA, *Azioni offerte ai dipendenti della società*, in *Soc.*, 2012, 1048 ss.

SANTORO V., sub *art. 2351 c.c.*, in SANTORO–SANDULLI (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, 2003, 148 ss.

SANDEI C., *Attivismo degli azionisti e nuove forme di partecipazione*, Milano, 2016, 33 ss.

SANFILIPPO P., *Il procedimento di costituzione della s.p.a.*, in DONATIVI (a cura di), *Trattato delle società*, II, Milano, 126 ss.

SANFILIPPO P., *I patti parasociali*, in GITTI–MAUGERI–NOTARI (a cura di), *I contratti per l'impresa*, II, Bologna, 2012, 417 ss.

SANFILIPPO P., *I patti parasociali. Per una riflessione sulle tecniche di controllo*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, Milano, 2015, 612 ss.

SANFILIPPO P., *I patti parasociali. Per una riflessione sulle tecniche di controllo*, in *Nuove leggi civ.*, 2014, 1335 ss.

SANFILIPPO P., *Il controllo nella società per azioni*, Torino, 2012, 171 ss.

SANFILIPPO P.– ARCIDIACONO V., *sub art. 2383 c.c.*, in ABBADESSA–PORTALE (a cura di), *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, I, Milano, 2016, 1222 ss.

SANTAGATA R., *Autonomia privata e formazione dei gruppi nelle società di capitali*, in ABBADESSA–PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. 3, Torino, 2006, 824 s.

SCHIUMA L., *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto: considerazioni d'ordine sistematico e ricadute sulla configurazione capitalistica della s.p.a.*, in *RDS*, 2019, 329 ss.

SCHIUMA L., *Azioni a voto multiplo, armonizzazione europea e concorrenza regolamentare*, in MARCHETTI–ROSSI–STRAMPELLI–URBANI–VENTORUZZO (a cura di), *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione ecologica. Tomo I. Atti del Convegno Internazionale di Studi. Venezia, 10–11 novembre 2023*, in *Riv. soc.*, 2024, 593 ss.

SERRA A., *L'assemblea: procedimento*, in COLOMBO–PORTALE (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, 3*, Torino, 1994, 55 ss.

SHARFMAN B., *A Private Ordering Defense of a Company's Right to Use Dual Class Share Structures in IPOs*, 63 *Vill. L. Rev.*, 2018, 1 ss.

SPADA P., *Il tipo della società per azioni*, in COLOMBO–PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, 1*, Torino, 2004, 32 ss.

SPADA P., *Un numero che detta regole*, *Riv. not.*, 2014, 437 ss.

SPADA P., *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, 113 ss.

SPOLIDORO M., *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Riv. soc.*, 2015, 134 ss.

SPOLIDORO M., *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma della società di capitali*, in *D. banc. Merc. Fin.*, 2003, 205 ss.

STAGNO D'ALCONTRES A., *sub art. 2348 c.c.*, in NICCOLINI–STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, I, Napoli, 2004, 276 ss.

STAGNO D'ALCONTRES A., sub *art. 2351 c.c.*, in NICCOLINI–STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Commentario*, I, Napoli, 2004, 301 ss.

STELLA RICHTER jr. M., *Autonomia statutaria, procedimento deliberativo e potere di voto: divagazioni a margine di un libro*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 353.

STELLA RICHTER jr. M., *L'organizzazione della società per azioni tra principio di tipicità, autonomia statutaria e indicazioni delle autorità di vigilanza*, in CARCANO–MOSCA–VENTORUZZO (a cura di), *Regole del mercato e mercato delle regole. Il diritto societario e il ruolo del legislatore. Venezia, 13–14 novembre 2015*, Milano, 2016, 413 ss.

STELLA RICHTER jr. M., sub *art. 147-ter t.u.f.*, in ABBADESSA–PORTALE (diretto da), *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, I, Milano, 2016, 4195.

STELLA RICHTER jr. M., *Sulla composizione e sulla elezione dell'organo amministrativo di una società quotata*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, I, 53.

STELLA RICHTER jr. M., *Forma e contenuto dell'atto costitutivo della società per azioni*, in BIONE, *Le azioni*, in COLOMBO–PORTALE (diretto da), I*, Torino, 2004, 273 ss.

STELLA RICHTER jr. M., *La collegialità del consiglio di amministrazione tra ponderazione dell'interesse sociale e composizione degli interessi sociali*, in AA.VV., in LIBONATI (a cura di), *Amministrazione e amministratori di società per azioni*, Milano, 1995, 300 ss.

TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, 1082 ss.

TOMBARI U., *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ult. co., c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, 143 ss.

TOMBARI U., *Le azioni a voto plurimo*, in TOMBARI (a cura di), *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, Torino, 2016, 27 ss.

TOMBARI U., *Le azioni a voto plurimo*, *Riv. dir. comm.*, 2016, 583 ss.

TOMBARI U., sub art. 2348 c.c., in Campobasso–Cariello–Tombari (a cura di), *Le società per azioni: codice civile e norme complementari*, I, Milano, 2016, 526 ss.

TOMBARI U., sub art. 2351 c.c., in ABBADESSA–PORTALE (a cura di), *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, I, Milano, 2016, 555 ss.

TUCCI A., *La meritevolezza dei patti parasociali*, in *BBTC*, 2022, 1, 22 ss.

VALZER A., *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, Torino, 2012, 143 ss.

VALZER A., sub art. 2346, co. 6 c.c., in ABBADESSA–PORTALE (diretto da), *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, I, Milano, 2016, 489 ss.

VALZER A., sub art. 2346, co. 4 e 5 c.c., in ABBADESSA–PORTALE (a cura di), *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, I, Milano, 2016, 497 ss.

VENTORUZZO M., *The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler–Fiat*, ECGI – Law Working Paper No. 288/2015.

VENTORUZZO M., *Un'azione, un voto: un principio di abbandonare?*, in *Giur. comm.*, 2015, 512 ss.

VISENTINI G., *L'amministrazione della società per azioni*, Roma, 2016, 32 ss.

VICARI A., *Strutture “dual class” e diritti diversi “soggettivi” nelle società per azioni (alla luce della giurisprudenza della Corte di Giustizia UE)*, in CALLEGARI–CERRATO–DESANA (a cura di), *Governance e mercati, Studi in onore di Paolo Montalenti*, II, Torino, 2022, 523 ss.

VITALI M., *Azioni ordinarie e azioni speciali*, in DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, II, *Società per azioni*, Torino, 2022, 510 ss.

ZANARDO A., *I piani di stock option dall'esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione nell'ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 740 ss.

ZINGALES L., *Quel voto plurimo così opaco*, *Il Sole 24 Ore*, 1° agosto 2014.

ZINGALES L., *Insider Ownership and the Decision to Go Public*, 62 *Review of Economic Studies*, 1995, 425 ss.