



UNIVERSITÀ  
DEGLI STUDI DI BARI  
ALDO MORO



DIPARTIMENTO JONICO IN SISTEMI  
GIURIDICI ED ECONOMICI DEL MEDITERRANEO  
SOCIETÀ, AMBIENTE, CULTURE  
IONIAN DEPARTMENT OF LAW, ECONOMICS  
AND ENVIRONMENT

# ANNO VII ANNALI 2019 DEL DIPARTIMENTO JONICO ESTRATTO

MASSIMILIANO COCOLA

Azioni a voto potenziato e tutela dei soci  
estranei al controllo





DIRETTORE DEL DIPARTIMENTO

Riccardo Pagano

DIRETTORE DEGLI ANNALI

Nicola Triggiani

COMITATO DIRETTIVO

Nicola Triggiani, Paolo Pardolesi, Giuseppe Tassielli,  
Danila Certosino, Laura Costantino, Nicola Fortunato,  
Patrizia Montefusco, Angelica Riccardi, Maurizio Sozio

COMITATO SCIENTIFICO

Maria Teresa Paola Caputi Jambrenghi, Daniela Caterino, Domenico Garofalo,  
Concetta Maria Nanna, Bruno Notarnicola, Riccardo Pagano, Paolo Pardolesi,  
Giuseppe Tassielli, Nicola Triggiani, Antonio Felice Uricchio, Massimo Bilancia,  
Annamaria Bonomo, Gabriele Dell'Atti, Michele Indellicato, Ivan Ingravallo,  
Antonio Leandro, Giuseppe Losappio, Pamela Martino, Francesco Moliterni,  
Fabrizio Panza, Umberto Salinas, Paolo Stefanì, Laura Tafaro, Umberto Violante

RESPONSABILE DI REDAZIONE

Patrizia Montefusco

*Contatti:*

Prof. Nicola Triggiani  
Dipartimento Jonico in Sistemi Giuridici ed Economici  
del Mediterraneo: Società, Ambiente, Culture

Convento San Francesco  
Via Duomo, 259 - 74123 Taranto, Italy  
e-mail: [annali.dipartimentojonico@uniba.it](mailto:annali.dipartimentojonico@uniba.it)  
telefono: + 39 099 372382 • fax: + 39 099 7340595

<https://www.uniba.it/ricerca/dipartimenti/sistemi-giuridici-ed-economici/edizioni-digitali>



# SAGGI



Massimiliano Cocola

AZIONI A VOTO POTENZIATO E TUTELA DEI SOCI  
ESTRANEI AL CONTROLLO\*

ABSTRACT

Il D.L. 24 giugno 2014, n. 91, convertito con modificazioni dalla L. 11 agosto 2014, n. 116, ha segnato la reintroduzione nel sistema codicistico del meccanismo di potenziamento del voto, modulato nella declinazione del voto plurimo e del voto maggiorato. Le azioni a voto potenziato, introdotte *prima facie* per tutelare gli interessi pubblicistici coinvolti nel processo di privatizzazione delle imprese pubbliche, rappresentano, in un'ottica privatistica, efficace strumento di dominio delle maggioranze, ponendosi la necessità di definire gli strumenti di tutela predisposti dal legislatore a presidio delle minoranze.

The D.L. June 24, 2014, n. 91, converted with modifications by L. 11 August 2014, n. 116, marked the introduction into the codicistic system of the voting enhancement mechanism, modulated in the declination of the multiple vote and the increased vote. The enhanced voting shares, introduced to protect the public interests involved in the privatization of public enterprises, are effective domination tools of the majority, placing the need to define the protection set up by the legislator in defense of minorities.

PAROLE CHIAVE

Azioni a voto potenziato – diritto di opposizione  
– diritto di recesso

Enhanced voting shares – Right of voice – Right  
of withdrawal

SOMMARIO: 1. Premessa: le azioni a voto potenziato e l'attenuazione del principio capitalistico. – 2. Il nesso fisiologico tra azioni a voto potenziato e tutela dei soci estranei al controllo. – 3. Strumenti di tutela eterosocietari: invalidità della delibera di potenziamento del voto. – 4. Strumenti di tutela endosocietari: il recesso.

1. L'introduzione nell'ordinamento italiano<sup>1</sup> delle azioni a voto potenziato

---

\* Saggio sottoposto a referaggio secondo il sistema del doppio cieco.

<sup>1</sup> Invero, la novella recata dal D.L. 24 giugno 2014 n.91, può considerarsi una re-introduzione: la previsione di un sistema di potenziamento del voto fece comparsa nel panorama europeo e italiano (in sede normativa, giurisprudenziale, dottrinale e pratica) nei primi anni del secolo scorso, per poi andare progressivamente scomparendo dai vari ordinamenti nazionali nel successivo trentennio. Si veda, per una panoramica sulla realtà italiana, V. Carriello, *“Un formidabile strumento di dominio economico”*: le azioni a voto potenziato nella giuscommerciale italiana tra le due Guerre (1918-1940), in *Quaderni fiorentini*, 2015; mentre, in un'ottica comparatistica, si rimanda *ex multis* a T. Ascarelli, *Sul voto plurimo nelle società per azioni*, in *Arch. Giur.*, 1925, p. 131 ss.; C. Vivante, *Proposte per la disciplina del voto multiplo*, in *Riv. soc.*, 1925, p. 58 ss.

(*rectius* plurimo e maggiorato) si contestualizza all'interno del processo di privatizzazione delle imprese pubbliche e di stimolo della competitività di mercato, rispondendo alla necessità di politica legislativa ed economica di contribuire alle finanze statali attraverso uno strumento societario di matrice privatistica che promuovesse la quotazione<sup>2</sup> (storicamente temuta a causa del rischio di eccessiva diluizione del capitale e di perdita del controllo) e l'ingresso di nuovo capitale di rischio, senza che il socio fondatore perdesse potere deliberativo all'interno dell'assemblea.

L'istituto delle azioni a voto potenziato (o multiplo) contempla due fattispecie che, seppur funzionalmente accomunate dalla medesima *ratio*<sup>3</sup>, presentano caratteristiche sostanziali ben distinte. La maggiorazione del voto contemplata dall'art. 127- *quinquies* T.U.F., che consente all'autonomia statutaria di attribuire un massimo di due voti a ciascun azione limitatamente all'ipotesi di appartenenza al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi, consiste in un meccanismo di fidelizzazione che premia il possesso stabile del capitale azionario nelle società quotate, con il duplice obiettivo di incentivare logiche di *long term investments*<sup>4</sup> e di arginare possibili scalate ostili. In merito al voto plurimo, l'art. 2351, 4 co., c.c. ammette la creazione di azioni aventi un massimo di tre voti con riferimento a particolari argomenti oggetto di deliberazione o al verificarsi di determinate condizioni purché non meramente potestative. Dunque, con l'abrogazione del divieto di emettere tali azioni si assiste ad un ulteriore sviluppo del processo normativo di implementazione della autonomia statutaria delle s.p.a. chiuse, che si realizza attraverso una modulazione estremamente flessibile e variegata, ma sempre graduata, del potenziamento del diritto di voto. In altri termini, il voto plurimo *prima facie* si mostrerebbe precipuo a consolidare la posizione del gruppo di comando, ma è strutturato in maniera tale da poter essere funzionale anche alla tutela delle minoranze: si pensi ad esempio al potenziamento del voto in sede di nomina degli amministratori, oppure in caso di crisi finanziaria, al caso di modificazioni rilevanti dell'atto costitutivo, o viceversa all'ipotesi in cui venga prevista la perdita del potenziamento in caso di risultati negativi della società (c.d. *sunset clauses*).

In entrambe le fattispecie si concretizza un evidente scostamento dal principio capitalistico del *one share one vote*, il che, di fatto, si traduce nella presenza di una

---

<sup>2</sup> Del medesimo parere M.S. Spolidoro, *Il voto plurimo: sistemi europei*, in *Riv. soc.*, 2015, p. 156.

<sup>3</sup> In questo senso M. Lamandini, *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerta di pubblico acquisto*, Relazione al XXVIII Convegno di studio su "Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra Stati", Courmayeur, 19-20 settembre 2014, sottolinea la labilità delle differenze funzionali tra voto plurimo e voto maggiorato, affermando che anche entrambe possono avere *de facto* l'effetto di consolidare la posizione del gruppo di comando.

<sup>4</sup> Così A. Busani, M. Sagliocca, *Le azioni non si contano ma si pesano: superato il principio di one share-one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in *Società*, 2014, p. 1054; S. Alvaro, A. Ciavarella, D. D'erao, N. Linciano, *La deviazione del principio un'azione un voto e le azioni a voto multiplo*, in *Quaderni giuridici Consob*, 2014; F. Fornasari, *Maggiorazione del voto ed o.p.a. obbligatoria*, in *Giur. comm.*, 2017, V, p. 848.



struttura *dual class shares*<sup>5</sup>. Invero, l'assenza di un nesso coesenziale tra il principio di proporzionalità e l'esercizio del diritto di voto si è definitivamente sancita in sede di riforma nel 2003 con l'introduzione delle azioni senza diritto di voto<sup>6</sup>. Sotto il profilo funzionale, infatti, il possesso di azioni a voto plurimo realizza il medesimo risultato pratico dell'attribuzione agli altri soci di azioni prive di diritti di voto: in entrambi i casi si verifica una attribuzione del potere decisionale svincolata dal rapporto potere-rischio tale da consentire l'esercizio del potere deliberativo (o, viceversa, di *voice*<sup>7</sup>) ad un gruppo più o meno concentrato di soci attraverso il rafforzamento o la privazione del diritto di voto<sup>8</sup>.

Dunque, la distribuzione asimmetrica legata al voto potenziato incide sugli assetti di poteri interni, in termini di conflittualità degli interessi plurimi coinvolti e di abuso del potere deliberativo, in maniera non dissimile dal potenziamento indiretto delle azioni ordinarie mediante emissioni di azioni a voto limitato e di strumenti finanziari partecipativi, oppure rispetto alle ipotesi di patti parasociali e di esistenza di gruppi piramidali<sup>9</sup>.

Ne deriva, dunque, che il principio capitalistico secondo cui il potere decisionale nelle s.p.a. spetta a colui che ha investito più capitale e rischia di perderlo abbia perso di centralità a livello sistematico con una portata tale da relegarlo ad una funzione esclusivamente programmatica. Anche ove non si volesse condividere tale considerazione, risulta comunque necessario adottare un approccio interpretativo che miri ad inquadrare i limiti entro i quali il rapporto di proporzionalità possa essere

---

<sup>5</sup> Nel caso delle società quotate, si ritiene che la disposizione di cui all'art. 127-quinquies, co. 5, T.U.F., che prevede esplicitamente che le azioni a voto maggiorato non costituiscono categorie speciali di azioni, abbia portata eminentemente formale (nel senso che i titolari di tali azioni non godono della tutela poziore di cui all'art. 2376 c.c.).

<sup>6</sup> Sul tema G.P. La Sala, *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, 2011, inquadra la regola della proporzionalità attraverso tre postulati: nessun voto senza azione, nessuna azione senza voto e un solo voto per ciascuna azione.

<sup>7</sup> L'aggregazione non proporzionale del potere deliberativo consente di attribuire alle minoranze organizzate non di controllo un potere ostruzionistico attraverso la regolamentazione statutaria del procedimento deliberativo, soprattutto se coordinata con la stipula di sindacati di voto.

<sup>8</sup> C. Angelici, *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, in *Giur. Comm.* 2015, I, p. 217, osserva che, a parità di equilibri assembleari, il voto plurimo si mostra maggiormente garantista rispetto alle azioni senza diritto di voto, in quanto ai soci viene assicurata la partecipazione al procedimento deliberativo e i relativi strumenti di tutela *ex art.* 2377 c.c.

<sup>9</sup> Traspare, dunque, una forte tendenza normativa alla personalizzazione della partecipazione azionaria, in quanto tali meccanismi premiali mirano a fidelizzare gli azionisti e condizionano le scelte di investimento su base soggettiva. Così G. Portale, *Tra diritto dell'impresa e metamorfosi delle s.p.a.*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum P. Abadessa*, 2014, Utet, Torino, p. 823 ss.; G. Guizzi, *La maggioranza del voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corr. Giur.*, 2015, p. 153 ss.; E. Marchisio, *La maggioranza del voto (art. 127-quinquies t.u.f): rëcompense al socio stabile o truce del socio di controllo?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, I, p.79. In questo senso, F. Guerrero, *La scissione tra proprietà e voto nella s.p.a.: doveri, abusi, rimedi*, in *Giur. comm.*, 2017, II, p. 195 ss., con riferimento a questi ultimi strumenti di indirizzo societario, sottolinea condivisibilmente che i meccanismi di potenziamento del voto rappresentano uno strumento di dominio più trasparente, sebbene riducano la contendibilità del capitale azionario e aumentino i rischi di distorsione decisionale.

liberamente e discrezionalmente superato.

2. Ciò premesso, tradizionalmente la funzione genetica implicita del voto potenziato è quella di essere utilizzato quale strumento di dominio sulle minoranze, escludendo o comunque ostacolando la contendibilità del comando a seconda che la società sia a controllo di diritto o di fatto.

Diviene, dunque, opportuno soffermarsi sul grado di correlazione tra azioni a voto potenziato e azioni a voto singolo<sup>10</sup> e, come immediata conseguenza, definire l'interazione tra le prime e i diritti/poteri idonei a salvaguardare gli interessi vulnerabili degli azionisti minoritari non di controllo. Infatti, è proprio in funzione di tali rapporti e del temperamento dei contrapposti interessi ad essi connessi che trova motivazione la costante normativa (rinvenibile in quasi tutti i sistemi giuridici che adottano l'istituto) che individua un numero massimo limitato di voti attribuibili alle azioni potenziate. In questa prospettiva, tale limite risponderebbe alle esigenze contingenti di evitare che una parte troppo concentrata di capitale possa esercitare un potere (sia esso di controllo, dominio o influenza, ma anche di *voice*) eccessivamente sproporzionato rispetto al capitale detenuto – scongiurando il pericolo del c.d. annullamento dell'assemblea - e di preservare la contendibilità del potere di comando in quelle società a controllo attualmente o potenzialmente contendibile.

Orbene, considerato il carattere personale del meccanismo di potenziamento del voto<sup>11</sup>, si potrebbe ritenere che la questione vada interpretata in termini non tanto di rapporti tra maggioranze di controllo e minoranze estranee (o viceversa), quanto in un'ottica di rapporti di potere tra singoli soci votanti o, per lo più, tra singole categorie di soci votanti<sup>12</sup>, soprattutto qualora il potenziamento non sia contemplato *ab origine* ma venga introdotto attraverso una modifica statutaria<sup>13</sup>.

Sotto questo profilo, l'adozione *in itinere* di un sistema potenziato di voto si presta potenzialmente a ledere gli interessi legittimi di una cerchia più o meno estesa di *shareholders*, la cui tutela, garantita a livello sistematico dall'attribuzione di poteri di

---

<sup>10</sup> Nelle ipotesi di società a controllo sia diritto che di fatto bloccato e di società nelle quali il numero dei voti potenziati attribuiti ai soci di comando (anche coordinate ad azioni a voto singolo) superi i voti spettanti alle azioni ordinarie di titolarità dei soci non di comando, garantendo il raggiungimento dei *quorum* deliberativi necessari ad imprimere una influenza di controllo sulla società.

<sup>11</sup> *Infra* nota 9.

<sup>12</sup> La dottrina è concorde nel considerare le azioni a voto plurimo come una categoria azionaria *ex art.* 2348, co. 2, c.c., Cfr., *ex multis*, C. Tedeschi, *Le azioni a voto plurimo e la maggioranza del diritto di voto*, in *Soc.* 2015, 10, p.p. 1073 ss.; U. Tombari, *Sub art. 2348 c.c.*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadesa e G.B. Portale, Giuffrè, Milano, 2016, p. 523; N. Abriani, *Azioni a voto plurimo e maggioranza di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, in *Giustiziacivile.com*, 29 settembre 2014.

<sup>13</sup> In questo senso V. Carriello, *Azioni a voto potenziato, "voti plurimi senza azioni" e tutela dei soci estranei al controllo*, in *Riv. soc.*, 2015, il quale sottolinea incidentalmente come, sotto questo profilo, la questione del conflitto tra titolari di azioni a voto potenziato e titolari di azioni senza voto si ponga in una posizione sistematica marginale.

*voice*, oltre ad essere affidata tradizionalmente a rimedi invalidativi e risarcitori, si ritiene possa essere realizzata efficacemente anche attraverso l'attribuzione di diritti di *exit*<sup>14</sup>.

Alla luce di quanto detto, il problema della emissione di azioni a voto potenziato attraverso una modifica statutaria non può prescindere dal preliminare chiarimento di quando essa possa essere considerata lesiva, potendo solo successivamente interrogarsi su quali siano i profili di legittimità e le soluzioni rimediali, posto che queste ultime presentano caratteristiche sostanziali divergenti e necessitano di presupposti oggettivi differenti per l'attivazione.

a) L'ipotesi principale in cui è senza dubbio ravvisabile una lesione degli interessi individuali si configura nel caso in cui la modifica statutaria determini l'inserimento del voto plurimo con l'immediata conversione di solo parte delle azioni preesistenti, in quanto è evidente che la distinzione sulla base di posizioni prettamente soggettive dei soci si ponga in violazione, *in primis*, del principio di parità di trattamento. La medesima considerazione può essere validamente estesa al caso di maggiorazione del voto in cui venga premiato il possesso anteriore<sup>15</sup>; mentre se alla maggiorazione venga attribuita efficacia *ex nunc* non si potrebbe ravvisare alcun profilo di illegittimità posto che a tutti i soci viene garantito il medesimo trattamento.

b) Qualora l'attribuzione del voto potenziato non sia (o non sia solo) accompagnata dalla conversione immediata ma operi sulle azioni di nuova emissione, il pericolo di lesione degli interessi degli azionisti preesistenti e la modulazione dei meccanismi di tutela si devono necessariamente valutare in rapporto alla disciplina dell'aumento di capitale.

3. Il rimedio tradizionale, posto a presidio degli interessi dei soci di minoranza, esperibile nell'ipotesi di decisioni pregiudizievoli da parte della maggioranza, è *in primis* l'istituto dell'invalidità della delibera viziata.

Mentre per il caso a) i presupposti per l'invalidità sono intuitivamente e immediatamente inquadrabili; nel caso b) tali presupposti si possono rilevare esclusivamente nel caso di attribuzione non proporzionale di azioni a voto plurimo emesse mediante aumento di capitale a titolo gratuito, (per violazione del all'art. 2442, co. 2, c.c.) oppure in quello di immotivata esclusione del diritto d'opzione. Una volta

---

<sup>14</sup> A tale considerazione si giunge in forza alla tendenza normativa, notevolmente rafforzata dopo la riforma del 2003, nel riconoscere diritti di *exit* a presidio degli interessi dei c.d. azionisti vulnerabili, concepiti sia come efficace strumento deterrente dagli abusi sia quali strumenti funzionali alla soluzione dei conflitti interni per favorire l'efficiente svolgimento dell'attività. Cfr. *ex multis* A. Pomelli, *Trasferimento e consolidamento del controllo nelle società quotate*, Giuffrè, Milano, 2014, p. 152 ss.; A. Capizzi, *Operazioni straordinarie e tutela degli investitori: il caso della pressure tender*, in *Giur. comm.*, 2014, I, p. 96 ss.

<sup>15</sup> In quanto i soci preesistenti che hanno acquistato la partecipazione azionaria da meno di 24 mesi vedono mortificato il proprio diritto di voto (e, parimenti, il valore di mercato della stessa), ponendosi problemi di legittimità costituzionale del medesimo tenore di quelli già accennati per il voto plurimo.

chiarita la potenzialità lesiva del meccanismo di rafforzamento del voto, occorre, *in limine*, ripercorrere in maniera organica il sistema dei vizi di legittimità sostanziale delle deliberazioni assembleari. L'assemblea dei soci - nonostante il progressivo accentramento in capo all'organo amministrativo del potere di direzione e programmazione dell'attività negoziale della società ne abbia notevolmente ridotto le competenze gestionali *stricto sensu*<sup>16</sup> - mantiene una discrezionalità decisionale pressoché assoluta per tutte quelle operazioni che comportano modificazioni rilevanti qualitative e/o quantitative del patrimonio e dell'organizzazione sociale, con la conseguenza che il criterio maggioritario si potrebbe prestare ad un utilizzo distorto del potere deliberativo.

Dunque, assume rilievo centrale l'inquadramento dell'abuso di voto nella delibera modificativa *de qua* in termini di causa di nullità o di annullabilità: il *discrimen* per la valutazione della declinazione dell'invalidità è da rinvenire sia nella rango degli interessi coinvolti sia nella disponibilità o meno dei diritti inficiati dalla decisione.

Si ripropone il tradizionale problema interpretativo legato all'ampiezza sistematica da attribuire alla formulazione letterale dell'art. 2379 c.c. con riferimento alla fattispecie di nullità per illiceità dell'oggetto della delibera: in linea di principio, dottrina e giurisprudenza concordano che l'illiceità dell'oggetto della delibera possa essere riscontrata solo ove venga accertata la contrarietà all'ordine pubblico, al buon costume o a norme imperative poste a tutela dei principi fondamentali dell'ordinamento giuridico e, in particolare, del sistema societario<sup>17</sup>. Si ricava, pertanto, la specialità

---

<sup>16</sup> Tendenza che si riverbera anche nei processi riorganizzativi, in cui negli ultimi decenni si è assistito all'accrescimento del ruolo operativo degli amministratori, avente per lo più carattere propulsivo, al fine di garantire maggiore trasparenza ed efficienza decisionale. Si pensi ad esempio al progetto di fusione/scissione e alla rilevanza delle competenze assegnate all'organo amministrativo. Sul tema cfr. A. Serra, M. Spolidoro, *Fusioni e scissioni di società*, 1994, p.p. 28 ss.; A. Vicari, *Progetto di fusione e approvazione dell'assemblea dei soci*, in *Riv., dir. civ.*, 1995, I, p. 398 ss.

<sup>17</sup> In giurisprudenza, *ex multis*, Cass., 23 gennaio 1978, n. 297, in *Giur comm.*, 1979, II, p. 351; Cass., 22 luglio 1994, n. 6824; Cass. 24 luglio 2007, n. 16390, in *Società*, 2008, p. 44; Cass., 7 novembre 2008, n. 26842; Cass., 30 ottobre 2012, n. 18671, in *Società*, 2013, p. 692; Cass., 27 ottobre 2014, n. 22784. In dottrina, il tema delle delibere assembleari è stato ampiamente dibattuto, tra gli altri, cfr., G. Zanarone, *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, 1994; R. Sacchi, *La tutela obbligatoria degli azionisti nel nuovo art. 2377 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, P. Benazzo, S. Patriarca, G. Presti (a cura di), Giuffrè, Milano, 2003, p. 155 ss.; G. Guerrieri, *La nullità delle deliberazioni assembleari di s.p.a.: la fattispecie*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 64 ss.; R. Sacchi, *Tutela reale e tutela obbligatoria della minoranza*, A. Stagno D'alcontres, *L'invalidità delle deliberazioni dell'assemblea di s.p.a. La nuova disciplina*, e A. Genovese, *Le fattispecie tipiche di invalidità*, tutti in *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. 2, Utet, Torino, 2006, p. 133 ss.; P. Schlesinger, *La nuova disciplina dell'invalidità delle deliberazioni assembleari nelle s.p.a.*, in *La società per azioni oggi: tradizione, attualità e prospettive*, P. Balzarini, G. Carcano, M. Ventoruzzo (a cura di), II, Giuffrè, Milano, 2006, p. 1143 ss.; G.B. Portale, *L'invalidità delle delibere assembleari: tra tutela demolitoria e tutela risarcitoria*, in *Aa.Vv., La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive (Atti del Convegno internazionale di studi: Venezia, 10-11 novembre 2006)*, Giuffrè, Milano, 2007, p. 611 ss.; G. Guerrieri, *La nullità delle deliberazioni assembleari di società per azioni*, Giuffrè, Milano, 2009; R. Sacchi, A.

escludente con cui opera l'art. 2379, che permette di ammettere nell'ambito applicativo dell'art. 2377 c.c. tutte quelle norme che, ancorché cogenti, sono poste a presidio esclusivamente dei singoli soci o categorie di essi.

Invero, il dibattito in tema di tutela invalidativa, che vede contrapposte le fattispecie della nullità e dell'annullabilità, si dipana su declinazioni argomentative variegata e complesse, tali per cui, in questa sede, non è possibile offrire una panoramica completa ed esaustiva al fine di offrire gli adeguati spunti necessari per prendere posizione sull'argomento.

Mentre per le fattispecie lesive nel caso di azioni di nuova emissione, la relatività degli interessi coinvolti emerge in maniera evidente, nell'ipotesi di conversione parziale delle azioni preesistenti, la delibera modificativa è idonea a ledere una sfera di interessi decisamente più estesa rispetto a quella del singolo socio (o categoria) che la subisce.

In particolare, la questione della disponibilità o meno da parte della maggioranza del diritto di voto del socio dissenziente si innesta in un contesto più ampio, nel quale assume centralità assoluta il principio di uguaglianza dei diritti enunciato all'art. 2348, co. 1, c.c.. Tale principio può essere considerato quale specificazione in ambito societario del principio costituzionale della parità di trattamento sancito dall'art. 3 cost.: tuttavia, esso assume declinazioni differenti in funzione alla pluralità di interessi coinvolti nel rapporto societario e vede contrapporsi un'uguaglianza oggettiva (nonché relativa) alla disuguaglianza soggettiva riflessa dal principio capitalistico<sup>18</sup>. Ne deriva che, la conversione delle azioni preesistenti debba essere attuata in conformità con il principio di parità di trattamento, il quale opera come limite al criterio maggioritario, impedendo ai soci di maggioranza di imporre un trattamento diseguale e deteriore ai soci di minoranza<sup>19</sup>. Allora, stante la rilevanza fondamentale nel sistema societario del principio di parità di trattamento, la conversione in azioni a voto plurimo di alcune categorie o alcuni azionisti preesistenti, selettivamente individuati, costituirebbe un grave abuso della maggioranza in danno della minoranza dissenziente, minando di illiceità l'oggetto della delibera assunta in tal senso.

Tuttavia, nulla osta alla possibilità che il principio paritario possa essere derogato ove una modifica statutaria così prospettata venga deliberata con il consenso unanime dei soci<sup>20</sup>.

---

Vicari, *Invalidità delle deliberazioni assembleari*, in *Le nuove s.p.a.*, diretto da O. Cagnasso, L. Panzani, Zanichelli, Bologna, 2010, 1, p. 681 ss.

<sup>18</sup> Uguali sono i diritti che ogni azione, nell'ambito di ciascuna categoria, attribuisce all'azionista, ma diseguali sono i diritti di cui ciascun azionista dispone, dovendoli ponderare per il numero delle azioni possedute.

<sup>19</sup> Questo senso A. Busani, M. Sagliocca, *Le azioni non si "contano ma si pesano: superato il principio one share one vote*, in *Soc.*, 2014, X, p. 1048 ss.; G. Bevilacqua, M. Masotti, *Conversione forzata di azioni ordinarie e/o speciali in azioni di altra categoria*, in *Riv. op. straord.*, 2019, V, p.p. 6 ss.

<sup>20</sup> Considerazione che, *prima facie*, fanno concludere per la disponibilità del diritto di voto dei soci minoritari verrebbe sottratta alla maggioranza.

Ove non si ritenga applicabile il meccanismo sanzionatorio della nullità, il pregiudizio derivante dal potenziamento parziale delle azioni va ravvisato nella lesione dell'interesse corporativo dei soci dissenzienti (nella sua dimensione patrimoniale o amministrativa) oppure nel perseguimento di un interesse extrasociale a danno della società.

Si tratta, in altri termini, di capire se la modifica statutaria di potenziamento del voto sia idonea a ledere l'interesse sociale comune (dunque fattispecie avocabile nel campo applicativo del conflitto d'interessi di cui all'art. 2373 c.c.) oppure esclusivamente gli interessi individuali dei soci che lamentano il pregiudizio dalla delibera riorganizzativa (inquadabile come eccesso di potere per abuso di maggioranza). Pertanto, posto che l'istituto del conflitto d'interessi *ex art. 2373 c.c.* si configura come una tipizzazione del generale divieto di abuso della regola maggioritaria nel processo deliberativo<sup>21</sup>, ponderata in funzione alla tutela dalla comunione di interessi sottesa al contratto associativo, la chiave interpretativa non può che essere il grado di rigidità con cui si delineano le caratteristiche concettuali dell'interesse sociale.

La concezione "contrattualistica" dell'interesse sociale, con la quale viene esteso il novero delle istanze degne di tutela sottese al contratto societario anche a quelle aventi natura individuale e indirettamente incidenti sulla collettività<sup>22</sup>, consente di superare il tradizionale approccio rigidamente patrimonialistico e ritenere che la comunanza di interessi si sostanzia nella massimizzazione del valore delle partecipazioni societarie, valutata in rapporto alla dimensione causale del contratto<sup>23</sup>. Nella medesima prospettiva, il pregiudizio all'interesse collettivo non può rilevarsi di certo nella lesione dell'interesse alla conservazione del preesistente assetto societario, ma è necessario che gli effetti della decisione assembleare si riverberino direttamente o indirettamente sul valore economico delle partecipazioni. È evidente che, il danno potenziale rilevante *ex art. 2373 c.c.* vada interpretato come danno al valore

---

<sup>21</sup> Causa di annullamento tradizionalmente modulata sul prototipo pubblicistico dell'eccesso di potere coordinato al principio contrattualistico della buona fede. Si fa riferimento al modello teorizzato da T. Ascarelli, *L'interesse sociale dell'art. 2441 cod. civ., la teoria dei diritti individuali e il sistema dei vizi delle deliberazioni assembleari*, in *Riv. soc.*, 1956, p. 93 ss., poi affermato con P.G. Jaeger, *L'interesse sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 1965, V-VI, p. 244 e con A. Gambino, *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni. Abuso di potere nel procedimento assembleare*, Giuffrè, Milano, 1987.

<sup>22</sup> Nel senso che il pregiudizio all'interesse comune, rilevante *ex art. 2373 c.c.*, contempla anche il danno al valore globale delle azioni e, dunque, la diminuzione (ipotetica) della somma dei valori delle singole azioni o quote che può derivare dalla delibera riorganizzativa. In questo senso D. Preite, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nella società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni. Assemblea*, Utet, Torino, 1993, II, p. 132 ss.

<sup>23</sup> Pertanto, la nozione di danno potenziale *ex art. 2373 c.c.* si amplia così a tutte quelle ipotesi idonee ad incidere sugli interessi social-individuali dei singoli soci, rilevando dal punto di vista dell'interesse sociale quelle modificazioni organizzative e strutturali che incidono sulla posizione giuridica dei soci, esponendo ad una perdita sia essa diretta o indiretta. Così F. Guerrera, *Abuso del voto e controllo di "correttezza" sul procedimento deliberativo assembleare*, in *Riv. soc.*, 2002, I, p. 207.

complessivo del pacchetto azionario o partecipativo come somma del valore delle singole azioni o partecipazioni. In altri termini, si ritiene che la modificazione possa essere lesiva per conflitto d'interessi solo ove sia idonea a incidere sul valore intrinseco della singola partecipazione (e dunque riverberarsi sul valore economico dell'intero blocco partecipativo unitariamente considerato) e non quando la modificazione venga scontata sul valore della singola partecipazione dal mercato. Nel caso di potenziamento del voto, infatti, la delibera incide sul valore relativo del singolo pacchetto azionario e non sul valore complessivo delle stesse, in quanto le azioni potenziate incorporano il premio per il controllo e quelle ordinarie scontano il minor potere deliberativo. Se così non fosse la distinzione tipologica tra deliberazioni mirate al perseguimento di finalità extrasociali in danno all'interesse comune e decisioni pregiudizievoli degli altri soci perse nella neutralità dell'interesse collettivo, perderebbe quasi completamente di consistenza in una prospettiva sia applicativa che sostanziale<sup>24</sup>.

Tuttavia, il rimedio invalidativo presenta notevoli limiti funzionali, soprattutto in tema di operazioni sul capitale e con riferimento alle società quotate, sia di natura sostanziale - si pensi in primo luogo a quelli all'azione di annullamento di cui all'art. 2379-ter c.c. - sia in termini processuali. Infatti, la portata della tutela demolitoria e ripristinatoria dell'istituto dell'impugnazione delle delibere invalide viene notevolmente compressa dalla c.d. valutazione comparativa richiesta in sede processuale tra il pregiudizio subito dalla società dal potenziale annullamento e quello sofferto dal socio ricorrente, con la conseguenza che la giurisprudenza è più propensa a ricorrere alla tutela meramente risarcitoria<sup>25</sup>. L'orientamento giurisprudenziale prevalente tende, in linea di principio, a contemperare l'interesse della società a veder stabilizzata la sua organizzazione con quello del socio ricorrente a veder revocati o sospesi<sup>26</sup> gli effetti della delibera di aumento di capitale incidente sui propri interessi

---

<sup>24</sup> La perdita di nitore tra le due fattispecie viene da tempo rilevata da autorevole dottrina. Cfr. P.G. Jaeger, *L'interesse sociale*, cit., p. 184 ss.; A. Gambino, *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni. Abuso di potere nel procedimento assembleare*, cit., p. 274 ss.; D. Preite, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nella società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni. Assemblea*, cit., p. 132 ss.; F. Guerrera, *Abuso del voto e controllo di "correttezza" sul procedimento deliberativo assembleare*, cit., p. 211.

<sup>25</sup> Il carattere principalmente finanziario della partecipazione azionaria (che rimane comunque preminente nonostante la citata personalizzazione), coordinato alle difficoltà probatorie dell'abuso di maggioranza, ostacola fortemente nella prassi l'azione di annullamento delle delibere viziate, soprattutto quelle aventi natura organizzativa e funzionale. Sulla distinzione tra tutela risarcitoria e tutela demolitoria si veda F. D'alessandro, *La Tutela delle minoranze tra strumenti ripristinatori e risarcitori*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, I, p.p. 707 ss.; R. Sacchi, *Tutela reale e tutela obbligatoria della minoranza*, in *Nuovo diritto delle società. Liber amicorum G.F. Campobasso*, II, Utet, Torino, 2006, p. 133 ss.; L. Enriques, A. Zorzi, *Spunti in tema di rimedi risarcitori contro l'invalidità delle delibere assembleari*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, p.p. 11 ss.; M. Ventoruzzo, *Il risarcimento del danno da deliberazione invalida*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 629; H. Fleischer, P. Agstner *L'invalidità delle deliberazioni assembleari di s.p.a. Comparazione di sistemi tra path dependency e prospettive di riforma*, in *Giur. Comm.*, 2014, p.1217.

<sup>26</sup> L'art. 2378, commi 3 e 4, c.c. ammette la sospensione giudiziale, sentiti gli amministratori ed i sindaci e su richiesta di dei soggetti legittimati all'impugnazione, dell'esecuzione della deliberazione invalida. Si tratta di una misura cautelare tipica finalizzata a garantire l'esperimento fruttuoso dell'azione di

patrimoniali (in termini di diluizione della sua partecipazione) o amministrativi (in termini di quota di peso decisionale in assemblea), facendo prevalere il primo<sup>27</sup>.

Pur se si volesse prescindere dalle suddette considerazioni in ordine all'efficienza pratica della tutela invalidativa, non si può comunque evitare di osservare che il prototipo normativo dell'annullabilità richiede per l'impugnazione della delibera il possesso della soglia di capitale azionario di cui all'art. 2377, co. 3, c.c.; nel senso che la tutela offerta dall'istituto sarebbe idonea a salvaguardare esclusivamente gli interessi di minoranze qualificate, lasciando in via residuale al socio privo dei *quorum* prescritti il solo rimedio risarcitorio<sup>28</sup>. In questo quadro, va rammentato che, seppur l'attenuazione del principio di proporzionalità aumenti il rischio di abuso, il potenziamento del voto e la conseguente asimmetria degli assetti decisionali interni non rilevano in termini di legittimazione ad impugnare (al di fuori dell'ambito di applicazione della disposizione speciale di cui al comma 8 dell'art. 127-*quinquies* t.u.f.), dovendosi ritenere in via generale che i *quorum* di cui all'art. 2377, co. 3, c.c. vadano calcolati in relazione al capitale azionario<sup>29</sup>. In forza di ciò, si potrebbe ricavare che la più efficace funzione che il potere di impugnativa assume a livello sistematico non sia quella rimediabile, bensì quella di strumento di negoziazione con la maggioranza (c.d. *bargaining chip*) in sede decisionale e quella di deterrente dagli abusi<sup>30</sup>.

Parimenti, la valutazione dell'efficienza del rimedio impugnativo non può prescindere dall'ulteriore considerazione che il socio titolare di una partecipazione azionaria ristretta, tale da non essere legittimato all'esperienza dell'azione di annullabilità, difficilmente possa nutrire interessi, ulteriori a quello strettamente economico, che non possano trovare ristoro nel riconoscimento del diritto di risarcimento del danno subito<sup>31</sup> o del diritto di recesso.

---

annullamento proposta e ad evitare che l'attore possa essere pregiudicato nelle more del processo volto alla invalidazione della delibera assembleare ex artt. 2377 e 2378 c.c.

Ai fini della concessione della sospensiva, la valutazione dei presupposti richiede che il pericolo della lesione delle prerogative amministrative del socio – derivante dall'annacquamento della quota – sia imminente ed irreparabile.

<sup>27</sup> Cfr. Trib. Catania, 10 agosto 2007, in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, p. 17 ss. Trib. Roma, 3 settembre 2004, in *Giur. Comm.*, 2015, p. 913; Trib. Napoli, 14 settembre 2011, in *Giur. Comm.*, 2012, p. 1294; Trib. Milano, 25 ottobre 2012, in *Società*, 2013, p. 844.

<sup>28</sup> Il carattere residuale della tutela reale è maggiormente accentuato per le società quotate in vista della operatività dell'art. 11 della delibera Consob n. 17221/2010 (Regolamento Operazioni con parti correlate), che mira a prevenire gli abusi del potere deliberativo del socio di controllo pregiudizievoli per le minoranze attraverso la valorizzazione del ruolo degli amministratori ed azionisti indipendenti. Cfr. *ex multis* P. Abbadessa, *Assemblea e operazioni con parti correlate*, in *Le operazioni con parti correlate*, 2011, p.p. 17 ss.; G. Guizzi, *Interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate*, in *La governance nelle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2013, p. 183 ss.

<sup>29</sup> Cfr. F. Guerrera, *La scissione*, cit.; p. 222; M. Maugeri, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2013, p.p. 336 ss.

<sup>30</sup> In questo senso concordano C. Angelici, M. Libertini, *Un dialogo sul voto plurimo e diritto di recesso*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, p. 1 ss.

<sup>31</sup> Ravvisabile in una diminuzione della redditività e del valore economico (dunque rispettivamente del valore intrinseco e di quello di mercato) della partecipazione causata dalla delibera viziata dall'abuso.



4. Definiti i limiti generali dello strumento invalidativo, diviene necessario interrogarsi se e in quale perimetro gli interessi dell'azionista vulnerabile possano trovare un'efficace tutela nel riconoscimento di un diritto di *exit*. Tuttavia, l'interazione tra la disciplina del recesso e quella che regola le fattispecie di potenziamento del voto presenta declinazioni esegetiche maggiormente articolate con riferimento al voto plurimo, posto che l'art. 127-*quinquies*, co. 6, t.u.f. esclude l'attribuzione del diritto di recesso per le modifiche statutarie che introducono il voto maggiorato<sup>32</sup>.

È pacifico che la modifica statutaria che introduce il voto multiplo rientri nella fattispecie contemplata all'art. 2437, lett. g), c.c., pertanto la questione sulla legittimità del diritto di recesso spettante al socio che non ha concorso alla modifica statutaria, sollevata dalla mancanza di una disposizione speciale di esonero in tema di voto plurimo analoga a quella del voto maggiorato, impone un approccio sistematico che coordini la definizione dell'ambito di applicazione del recesso con il complesso di norme volte a regolare l'equilibrio delle dinamiche assembleari.

L'istituto del recesso vede la sua *ratio* generale nella tutela dell'azionista da quelle vicende idonee a modificare il profilo di rischio dell'investimento, ivi comprese quelle che interessano i processi decisionali interni. Si ricava una natura marcatamente contrattualistica del rimedio, il cui esercizio è esclusivamente legato ad un apprezzamento relativo ed egoistico della convenienza dell'operazione che lo legittima, prescindendo da qualsivoglia valutazione oggettiva circa gli effetti della delibera sulla sfera d'interesse del singolo socio. Si ritiene, dunque, che tutela offerta dal recesso, pur presentando presupposti divergenti rispetto a quella "collettiva" predisposta dall'art. 2376 c.c. (il cui esercizio è subordinato alla sussistenza di un pregiudizio cagionato dalla delibera assembleare) ne condivida la versatilità applicativa, nel senso che si presta sia verso quelle delibere a contenuto generale incidenti sul diritto di voto (ad esempio di modifica dei quorum deliberativi o costitutivi) sia verso delibere incidenti sulla posizione giuridica di singole categorie di azionisti, indipendentemente che tale incidenza sia diretta o indiretta<sup>33</sup>.

Nella medesima prospettiva, deriverebbe che il diritto di recesso vada riconosciuto per tutte quelle modifiche statutarie incidenti sulla dimensione soggettiva del diritto di

---

La delibera abusiva, infatti, a differenza di quelle che presentano vizi formali o procedurali, incorpora per natura un effetto dannoso intrinseco, essendo proprio il pregiudizio l'elemento costitutivo dell'invalidità.

<sup>32</sup> Ponendosi, invece, la questione se tale deroga speciale possa parimenti estendersi anche al caso di una delibera di modificazione o eliminazione del voto maggiorato. Sul punto, V. Calandra Buonauro, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 295; V. Carriello, *Il sistema dualistico*, Giappichelli, Milano, 2007, p. 7; C.F. Giampaolino, *Azioni a voto potenziato e a voto plurimo*, in *Giur. Comm.*, 2015, V, p. 786 ss.

<sup>33</sup> M. Libertini, *Un dialogo sul voto plurimo e diritto di recesso*, cit., p. 18, non esclude addirittura una applicazione cumulativa dei due strumenti rimediali. *Contra* C.F. Giampaolino, *Azioni a voto potenziato e a voto plurimo*, cit. p. 804, ritenendo che le modifiche indirette del voto e della partecipazione passino per l'emissione di una nuova categoria di azioni.

voto, che si riverberano cioè sulle caratteristiche strutturali del potere di voto e non sull'esercizio dello stesso in termini di peso della singola espressione di voto all'interno dell'organizzazione societaria. Se così non fosse si dovrebbe allora riconoscere un potere di *exit* al socio a cui viene precluso l'esercizio del diritto d'opzione *ex art. 2441 c.c.* in sede di aumento di capitale sociale a titolo oneroso<sup>34</sup>. Né tantomeno si può ritenere che il recesso vada escluso quando l'aumento di capitale con emissione di azioni a voto plurimo sia accompagnato dal riconoscimento a tutti i soci diritto d'opzione, posto che il mantenimento del potere di voto non solo necessiterebbe di ulteriori investimenti ma non produrrebbe alcun vantaggio effettivo per l'azionista di minoranza (privo di significative prospettive di remunerazione, in quanto nelle società chiuse gli azionisti di comando generalmente godono di *private benefits* e difficilmente distribuiscono dividendi, preferendo reinvestire). Infatti, la delibera di aumento di capitale sociale, preceduta da una modifica statutaria che introduce il voto plurimo per le azioni di nuova emissione, assume una funzione meramente attuativa delle modifiche introdotte dalla precedente, la cui efficacia, seppur latente, incide *ex se* sulle caratteristiche strutturali del diritto di voto<sup>35</sup>.

In forza di ciò, mentre in caso di conversione parziale di azioni ordinarie preesistenti in azioni a voto plurimo l'azionista vulnerabile dispone di una soluzione alternativa tra impugnazione della delibera modificativa ed esercizio del diritto di recesso, nel caso di potenziamento del voto per le azioni di nuova emissione assunto in conformità alle regole poste a tutela del principio di parità di trattamento, l'unico rimedio efficace per la tutela dell'azionista estraneo al controllo che si ritiene possa essere validamente utilizzato per garantire l'interesse economico dell'investimento sia il recesso.

---

<sup>34</sup> M. Libertini, *Un dialogo sul voto plurimo e diritto di recesso*, cit., p. 19, pone la disposizione di cui all'art. 2441 c.c. in termini di specialità escludente rispetto all'art. 2437, in quanto la fattispecie di cui al comma 5 dell'art. 2441 c.c. contempla tutte le fattispecie previste dall'art. 2437 che legittimerebbero il recesso in assenza del primo.

<sup>35</sup> Ciò implica che, una volta ammesse le azioni a voto plurimo nello statuto, la delibera di aumento di capitale successiva non dà luogo al diritto di recesso, ma richiede esclusivamente la tutela rafforzata *ex art. 2441 c.c.* in caso di esclusione del diritto d'opzione.