A12

Giovanni Niccolò Antichi

Dissociazione del rischio dal voto nella sollecitazione di deleghe ed efficientamento dell'allocazione dei costi

Aracne editrice

www.aracneeditrice.it
info@aracneeditrice.it

Copyright © MMXX
Gioacchino Onorati editore S.r.l. – unipersonale

www.gioacchinoonoratieditore.it
info@gioacchinoonoratieditore.it

via Vittorio Veneto, 20
00020 Canterano (RM)
(06) 45551463

ISBN 978-88-255-2886-2

I diritti di traduzione, di memorizzazione elettronica, di riproduzione e di adattamento anche parziale, con qualsiasi mezzo, sono riservati per tutti i Paesi.

Non sono assolutamente consentite le fotocopie senza il permesso scritto dell'Editore.

I edizione: marzo 2020

A Lavinia

Indice

11 *Introduzione*

17 Capitolo I
Il principio di indivisibilità della partecipazione azionaria e le sue deroghe

1.1. I principi di indivisibilità ed inscindibilità della partecipazione azionaria, 17 – 1.1.1. *I profili storici della crisi: dicotomia tra controllo e rischio economico*, 20 – 1.2. Le tecniche di dissociazione fra «trasferimento dell'esercizio» ed «attribuzione» del diritto di voto, 21 – 1.2.1. *Il rischio di abuso del diritto di voto.*, 23 – 1.2.2. *Le azioni concesse in pegno o usufrutto, ovvero sottoposte a sequestro*, 24 – 1.2.3. *Il contratto di riporto del titolo di credito*, 26 – 1.2.4. *Il caso dei fondi comuni di investimento e dei fondi pensione*, 28 – 1.2.5. *Le azioni detenute con* equity swap *a breve termine*, 29 – 1.2.6. *La* record date, 31 – 1.2.7. *La sollecitazione di deleghe da parte dell'emittente*, 32 – 1.2.8. *L'esercizio del diritto di voto da parte delle banche depositarie dei titoli*, 33 – 1.3. Le ragioni di tenuta del principio di inscindibilità nonostante le dinamiche contrarie, 35.

37 Capitolo II
La rappresentanza in assemblea per mezzo di una richiesta forzosa di deleghe di voto

2.1. L'evidenza della scissione nella delega di voto «sollecitata», 37 – 2.1.1. *L'altalena storica del divieto del voto per delega: attualità delle riflessioni*, 39 – 2.1.2. *I motivi della previsione e gli accorgimenti per l'esercizio del voto delegato in maniera consapevole ed informata*, 44 – 2.1.3. *In via patologia: quando il voto per delega rischia di non essere consapevole*, 45 – 2.1.4. *Le conseguenze sul rapporto civilistico tra azionista e rappresentante nonché sul più ampio ambito di governo societario*, 46.

49 Capitolo III
Prospettiva storica e lineamenti generali della sollecitazione di deleghe in Europa e negli Stati Uniti

3.1. La *ratio* e la natura della richiesta di conferimento di deleghe nel quadro generale della nozione di «delega di voto», 49 – 3.1.1. *Le basi di diritto comune per una disciplina speciale*, 50 – 3.1.2. *Le finalità della sollecitazione di deleghe come strumento di governo societario*, 53 – 3.2. La prima formulazione della legge Draghi, 55 – 3.2.1. *Il committente e l'intermediario: i requisiti oggettivi e soggettivi (oggi abrogati)*, 57 – 3.2.2. *Il rapporto tra il committente e l'intermediario*, 57 – 3.3. La

direttiva 2007/36/CE, la c.d. *Shareholders' right directive*, 58 – 3.4. La rivoluzione copernicana del d.lgs. 27/2010 ed il successivo correttivo, d.lgs. 91/2012: nozione di «sollecitazione» nel contesto dell'informativa pre–assembleare e l'attuale disciplina in Italia, 60 – 3.4.1. *La nuova figura del promotore*, 62 – 3.4.2. *I particolari accorgimenti formali: la procedura e lo svolgimento della sollecitazione*, 63 – 3.4.3. *Il prospetto informativo*, 64 – 3.4.4. *Il modulo di delega*, 65 – 3.4.5. *L'ulteriore ed eventuale materiale diffuso*, 65 – 3.4.6. *Il conferimento e la revoca*, 66 – 3.4.7. *Il trattamento della delega di voto*, 68 – 3.4.8. *I rapporti tra delegato e delegante nell'esercizio del voto*, 69 – 3.5. Gli obblighi di comportamento e la responsabilità del promotore, 70 – 3.6. Violazione delle regole di sollecitazione e rimedi risarcitori, 72 – 3.7. Profili comparatistici, 72 – 3.7.1. *Cenni alle* Proxy Rules *statunitensi del* Security Exchange Act *del 1934*, 73 – 3.7.2. *Il* Companies Act *del 2006 in Gran Bretagna*, 78 – 3.7.3. *Il sistema francese del* mandat en blanc, 78 – 3.7.4. *Il* Depotstimmrecht *in Germania*, 82 – 3.7.5. *Il regime speciale delle* sociedades cotizadas *spagnole*, 84 – 3.7.6. *La recente esperienza nei Paesi Bassi*, 87 – 3.7.7. *La nuova direttiva 2017/828/UE che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti*, 90.

93 Capitolo IV
I diversi profili applicativi del problema nei metodi e nelle forme di sollecitazione

4.1. La sollecitazione di deleghe da parte dell'emittente, 93 – 4.1.1. *La questione dogmatica*, 94 – 4.1.2. *Le limitazioni previste dall'art. 138* Reg. Emitt., 95 – 4.1.3. *L'ambito applicativo ed* enforcement, 97 – 4.2. La sollecitazione di deleghe da parte dei soci, 98 – 4.3. La sollecitazione di deleghe da parte di terzi, 100 – 4.3.1. *Il consulente in materia di voto in veste di promotore*, 100 – 4.3.2. *La sollecitazione da parte delle associazioni di azionisti*, 105 – 4.3.3. *Altri metodi di sollecitazione*, 105.

107 Capitolo V
L'utilizzo delle tecniche allocative dei costi per l'allineamento del rischio con il voto

5.1. Le problematiche di *governance* connesse alla parità di accesso alle finanze societarie ed i risvolti sulla dissociazione del rischio dal voto, 107 – 5.2. Le garanzie di parità di trattamento tra gli amministratori e gli azionisti, da una parte, e tra azionisti di maggioranza e di minoranza, dall'altra, 108 – 5.3. Spese della sollecitazione di deleghe: allocazione efficiente dei costi, 109 – 5.3.1. *I requisiti di trasparenza di spesa ed i costi di sollecitazione*, 110 – 5.4. Sollecitazione da parte dell'emittente: utilizzo dei fondi sociali, 111 – 5.4.1. *Elaborazione dei principi generali delle corti negli ordinamenti anglosassoni: il concetto di ragionevolezza della spesa*, 112 – 5.4.2. *Identificazione delle spese che gli amministratori possono addebitare all'emittente*, 114 – 5.5. Le ipotesi di limitazione a vantaggio di un'equità sostanziale, 116 – 5.6. Sollecitazione da parte degli azionisti: rimborso delle spese da parte dei fondi societari, 117 – 5.6.1. *Il percorso logico–giuridico che ne legittimerebbe la previsione (anche normativa)*, 118 – 5.6.2. *Il rimborso delle spese di una sollecitazione vittoriosa*, 119 – 5.6.3. *Meritevolezza del rimborso anche per una non vittoriosa: preminenza dell'interesse sociale e competenza assembleare*, 119 – 5.7. Giudizio di ragionevolezza delle spese da parte di un comitato endoconsiliare indipenden-

te, 121 – 5.8. Postilla: plausibile struttura della fase giudiziale volta al rimborso spese da parte dell'emittente, 122.

125 *Bibliografia*

Introduzione

Il presente lavoro nasce in risposta ad un quesito che Jeager pose nel suo scritto *Convenzione di voto rappresentanza azionaria* (p. 701) nel 1976, ben prima che in Italia venisse introdotta con la legge Draghi la disciplina della sollecitazione di deleghe di voto. Gli oltre quarant'anni trascorsi hanno reso più che maturo un responso.

L'autorevole dottrina si chiese se, in ambito di sollecitazione di deleghe di voto, per garantire eguaglianza di trattamento tra amministratori ed azionisti e quindi tra soci di maggioranza e minoranza, fosse necessario introdurre meccanismi di parità di accesso alle finanze societarie. In altre parole, descriveva come «l'obiettivo di assicurare la parità sostanziale delle condizioni in cui operano il *management* e i gruppi di opposizione incontra un grave ostacolo nella circostanza che le spese della *solicitation* sono, per le procure richieste dagli amministratori, a carico della società, mentre devono essere sostenute personalmente da chi voglia ingaggiare con i primi una *proxy fight*. Che il problema sia dibattuto dagli autori americani è già segno evidente dell'evoluzione raggiunta dal sistema; ma la soluzione (che potrebbe consistere nel far gravare sulla società le spese della richiesta di procure, da qualunque parte essa provenga, oppure, ma meno efficacemente per i fini perseguiti, nel porre a carico degli amministratori le spese delle *proxies* da essi sollecitate) non è stata ancora raggiunta»[1].

La risposta, tuttavia, necessita di una breve premessa sul principio di inscindibilità della partecipazione azionaria. Il fenomeno della dissociazione del rischio economico dall'esercizio del voto, difatti, è trasversale ed assume veste sia fisiologica, si pensi alla rappresentanza assembleare per mezzo della delega di voto, sia patologica, come nell'ipotesi del contratto di riporto dei titoli o della cessione della partecipazione alla *record date* o ancora delle azioni detenute con *equity swap* a breve termine.

Il fenomeno della dissociazione del rischio dal voto con riguardo ai metodi di sollecitazione di deleghe, seppur si incardini nel mero «trasferimento dell'esercizio di voto» consentito dalla legge, nell'ambito della delega di voto, e non di «attribuzione del diritto di voto», deve nondimeno inquadrarsi in rigide regole onde evitare che la rappresentanza forzosa degeneri.

1. P.G. Jaeger, *Convenzioni di voto rappresentanza azionaria*, in M. Rotondi (a cura di), *Inchieste di diritto comparato*, ed. I, vol. V, *I grandi problemi della società per azioni nelle legislazioni vigenti*, Cedam, Padova 1976, pp. 700–701, cit.

In effetti, un'adeguata distribuzione dei costi di sollecitazione soppe-rirebbe alla dissociazione del rischio dal voto almeno nell'ambito della sollecitazione di deleghe, trasponendo la soluzione dal piano della disciplina dei diritti a quello più ampio del governo societario.

Vi è chi ha posto la questione, ma non l'ha risolta; o meglio, ha dato una risposta fondata sulla *two way proxy rule*, ma che non convince affatto. Tra gli autori statunitensi è circolata anche qualche spiegazione più incisiva, ma anche lì non risolutiva. Sia dottrina sia la giurisprudenza negli Stati Uniti, invero, a più riprese sono entrate nel merito dell'allocazione delle spese di sollecitazione, ma a fronte degli ostacoli tecnici incontrati (ad esempio, a chi spetterebbe la legittimazione a pronunziarsi sul rimborso delle spese al socio promotore) si sono ritratte e non sono approdate a soluzioni persuasive.

Dopo un'attenta opera di compilazione, anche storiografica, il campo di indagine dello studio si riduce dunque allo svisceramento del recente istituto della sollecitazione di deleghe di voto, ancorché poco trattato nella sua organicità per di più con diversi punti di vista, sotto due differenti tagli argomentativi.

Il primo volto alla sistematizzazione delle forme di sollecitazione, con l'intento di suddividere le forme di sollecitazione di deleghe utilizzando un doppio criterio: una prima categorizzazione in base a chi detiene l'iniziativa, distinguendo quelle promosse dall'emittente, da azionisti e/o da terzi. Ed una seconda con riguardo alle modalità di esecuzione della sollecitazio-ne stessa, ovvero se avviene per mezzo di intermediari, gestori fiduciari, banche o ancora con l'ausilio dei consulenti in materia di voto.

Un secondo approfondimento dedicato, poi, alle problematiche dogmati-che connesse a certi tipi di sollecitazione con puntuale riferimento a quella in cui l'emittente si fa promotore, nonché alle possibili soluzioni attraver-so l'argomentazione di tecniche allocative dei costi in capo all'emittente, beneficiaria di ultima istanza di ogni legittima sollecitazione.

Il riferimento va *in primis* all'ipotesi in cui gli amministratori, non come soci, bensì nella veste di legali rappresentanti dell'emittente, impegnano quest'ultima a promuovere una sollecitazione. Mentre negli Stati Uniti l'accesso ai fondi societari li è sempre consentito, in Italia il legislatore ha assicurato maggiore parità di trattamento tra i *challengers* impedendo agli amministratori, promotori in proprio, di attingere dalle casse societarie. Tuttavia, il problema permane anche laddove questi si facciamo promotori, per il tramite dell'emittente, fintanto che l'interesse latente alla sollecita-zione sia il loro personale o di parte e non quello della società. Il mercato finanziario nostrano è caratterizzato dall'identità tra azionista di controllo e l'amministrazione, al punto che l'interesse che li spinge a farsi carico di una sollecitazione è inevitabilmente il medesimo (ovvero uno proprio o di parte). Per questa ragione, anche nel caso di sollecitazione di deleghe per il

tramite dell'emittente, si possano osservare i medesimi limiti di spesa già studiati oltreoceano che vedremo nel dettaglio.

Dato l'assunto per cui è impossibile operare una distinzione tra amministratori promotori in proprio o per mezzo dell'emittente, laddove l'interesse latente alla sollecitazione sia il loro personale o di parte e non quello della società, si affrontano i possibili limiti in cui dovrebbero incorrere gli amministratori nella promozione di una sollecitazione per il tramite dell'emittente e, viceversa, i margini in cui sarebbe plausibile un rimborso delle spese sostenute dall'azionista e/o terzo da parte dell'emittente.

D'altra parte si tratta anche la sollecitazione di deleghe da parte di azionisti, che in Italia è stata regolata in maniera del tutto paritetica alla sollecitazione di deleghe da parte dell'emittente. Altri ordinamenti viceversa hanno preferito far divergere le discipline, soprattutto in ragione della posizione di debolezza dell'azionista/promotore.

La *Securities Exchange Commission* ha dedicato appositamente la *Rule X–14A–8* del Regolamento alla proposta di sollecitazione da parte degli azionisti. La c.d. *shareholder proposal* presenta tuttavia caratteristiche molto diverse da come è stata disegnata la sollecitazione di deleghe da parte degli azionisti in Italia. Infatti, allorquando uno o più azionisti americani siano intenzionati a presentare una sollecitazione di deleghe, sono tenuti a richiedere all'organo di gestione di includere la propria proposta di voto nel prospetto di sollecitazione del *management*. Se però gli amministratori si oppongono alla proposta degli azionisti, devono includere nel proprio prospetto di sollecitazione anche quello degli azionisti a supporto della proposta alternativa ed inserire nel modulo di delega specifiche forme di scelta con cui l'azionista sollecitato può esprimere la propria approvazione o disapprovazione della proposta. Nei casi in cui gli amministratori/soci o l'emittente non promuovono una sollecitazione, ovvero quando la votazione ha ad oggetto l'elezione dei componenti dell'organo di gestione, agli azionisti deve essere fornito il libro dei soci (*shareholder list*) affinché possano diffondere il proprio prospetto di sollecitazione autonomamente.

Come evidenziato da Jaeger in *Convenzioni di voto–rappresentanza azionaria* a p. 698, la scelta ontologica del nostro legislatore è stata all'opposto dettata dall'applicazione del principio di parità di trattamento tra gli amministratori e gli azionisti in senso meramente formale, atta unicamente ad evitare sperequazioni normative a vantaggio del *management*; ma che alla fine lo agevolano.

Relativamente alla questione dell'allocazione dei costi in caso di sollecitazione di deleghe da parte degli azionisti, ovvero entro quali margini sia possibile ipotizzare il rimborso al promotore (vittorioso) da parte dell'emittente, non si può che anticipare solo alcune riflessioni che per completezza si rinvia alla trattazione di cui al capitolo quinto.

Pur di fronte al fatto che in Italia raramente si assiste a sollecitazioni di deleghe promosse da azionisti, magari di minoranza, avverso le politiche gestionali intraprese dall'organo di amministrazione, spesso saldamente ancorate alle maggioranze granitiche che caratterizzano il mercato italiano seppur in lento sgretolamento, questo aspetto rimane un tassello fondamentale dell'indagine allo scopo di fornire una plausibile risposta al quesito iniziale.

Peraltro, un meccanismo di rimborso di spesa assimilabile a quello in parola, e non del tutto estraneo al suo scopo teleologico, lo si potrebbe rintracciare anche nel codice civile italiano. All'art. 2393–*bis*, co. 5, c.c. è invero normativizzata una fattispecie similare, seppur in materia di azione sociale di responsabilità nei confronti degli amministratori da parte della minoranza. Perciò, in caso di accoglimento di predetta domanda, la società è tenuta a rimborsare agli attori le spese del giudizio e quelle sopportate nell'accertamento dei fatti che il giudice non abbia posto a carico dei soccombenti o che non sia possibile recuperare a seguito della loro escussione. Tralasciando ogni ulteriore approfondimento, vi è da chiedersi se estendere prefata disposizione anche nell'ambito della sollecitazione di deleghe promossa dagli azionisti e/o terzi sia conforme ai principi costituzionali e alla *ratio* dell'istituto.

Quale che sia la sollecitazione, le spese in cui incorre il promotore, sia esso emittente, azionista o terzo, variano a seconda delle dimensioni della società, al numero dei suoi azionisti, alla natura ed allo scopo della sollecitazione.

L'esperienza, soprattutto statunitense, ha dimostrato da una parte che la conduzione di operazioni pre–assembleari non può prescindere da un'assistenza professionale e, dall'altra, come siano di difficile previsione i costi che dovranno essere sostenuti. Si pensi, ad esempio, che potrebbe essere promossa una contro–sollecitazione a fronte di una sollecitazione avviata da altro gruppo di azionisti e/o dall'emittente, specie in sede di elezione dei membri degli organi societari. In queste circostanze i costi lievitano notevolmente e non possono essere affatto abbattuti se non con una rinuncia alla sollecitazione stessa.

Tanto gli azionisti quanto e soprattutto l'emittente sono tenuti a stimare i costi potenziali, oltre che predisporre un piano strategico per promuovere una sollecitazione: il compenso dei legali, quello del contabile/ragioniere, e poi le retribuzioni degli assistenti, ad esempio nelle pubbliche relazione, nonché dei consulenti in materia di voto. Senza queste professionalità raramente una sollecitazione potrà colpire nel segno; sono costi importanti, ma imprescindibili, che non tutti all'interno della compagine sociale possono permettersi.

È proprio su questo punto che si snoda la questione sia operativa che normativa dell'istituto della sollecitazione di deleghe: in effetti, a differenza

di altri ordinamenti, ad esempio la legislazione federale statunitense prevede la trasparenza informativa circa i costi della sollecitazione che devono essere manifestati nell'*Item 4* della *Schedule 14A (Rule X–14)*, quello italiano omette completamente di regolare l'aspetto delle spese, quasi come se non riguardasse il corretto funzionamento dell'istituto medesimo.

Come appare chiaramente dalla nota tecnica della *Consob*, redatta in preparazione alle modifiche che poi sono state apportate al *Regolamento Emittenti* in materia di raccolta e sollecitazione di deleghe di voto, il nostro regolatore ha fissato la questione dei costi di sollecitazione in maniera miope ed inadeguata. Se l'obiettivo era quello di raggiungere il maggior numero di azionisti senza aggiunta di costi eccessivi sul promotore della sollecitazione di deleghe, che potrebbe anche essere un azionista di minoranza, anziché incentivare tra l'altro la snellezza della procedura con la pubblicazione dell'avviso sulla stampa, sarebbe stato più corrispondente allo scopo prevedere meccanismi di allocazione dei costi a carico dall'emittente.

Una adeguata disciplina delle spese e dei costi di sollecitazione di deleghe in definitiva darebbe vitalità alla previsione normativa che nel nostro paese, seppur non abbia preso piede come negli altri mercati azionari anglosassoni, comunque si attesta ad un buon livello nel contesto europeo, in cui – come viene analizzato al capitolo terzo ultima parte – si affrontano le nostre stesse problematiche. Sicuramente vi sono fattori strutturali che rendono differenti i contesti di mercato, tanto che in Italia l'utilizzo della sollecitazione di deleghe è apparso sulla scena soltanto negli ultimi anni. Sovente sono state promosse da azionisti "disturbatori" senza alcun obiettivo specifico ed, invero, solo poche dall'emittente. L'unica effettivamente riuscita, oltre il caso *Tiscali* del 2015, è quella del Monte dei Paschi di Siena a fine 2016 per l'approvazione dell'aumento di capitale sino ad ulteriori cinque miliardi.

Diviene altresì primario fissare i limiti entro i quali gli amministratori possano fare utilizzo dei fondi dell'emittente, laddove sia la stessa a farsi promotrice; aspetto oggi del tutto ignorato anche dal *Regolamento Emittenti* della *Consob*.

La tentata risposta al quesito*Jaegeriano* aderisce alla sua prima proposta di responso, peraltro dal medesimo preferita, ovvero che le spese della richiesta di conferimento di procure debbano necessariamente gravare sull'emittente, da qualunque parte essa provenga ed a prescindere dall'esito vittorioso o meno. Si arrischia, infine, di sostenere che la garanzia di parità di accesso ai fondi societari potrebbe effettivamente contribuire alla parità di trattamento non solo tra gli amministratori e gli azionisti, ma anche tra azionisti di maggioranza e quelli di minoranza, e così ricomporre alla luce del principio di inscindibilità della partecipazione azionaria la dicotomia tra il rischio economico ed il diritto di voto nella sollecitazione di deleghe.

Capitolo I

Il principio di indivisibilità della partecipazione azionaria e le sue deroghe

1.1. I principi di indivisibilità ed inscindibilità della partecipazione azionaria

«Le azioni sono indivisibili»[1]. Questo assunto apparentemente lapalissiano è trasfuso nell'art. 2347 c.c., tassello di ordine generale nel nostro ordinamento giuridico[2]. In altri termini, si afferma che la partecipazione azionaria[3]

1. Il disposto, già in nuce nell'art. 164 del codice di commercio del 1882 che recitava «Le azioni devono essere di eguale valore, e conferiscono ai loro possessori eguali diritti, se non è stabilito diversamente nell'atto costitutivo, salvo però ad ogni azionista il diritto di voto nell'assemblee generali», è stato poi ripreso dal codice civile del 1942, peraltro già oggetto di approfondite analisi dottrinali: v., *ex multis*, C. Angelici, *Le azioni*. artt. 2346–2356, in *Il codice civile. Commentario*; P. Schlesinger (diretto da), Milano 1992; R. Bocca, *sub art.* 2347, in *Il nuovo diritto societario*, artt. 2325–2409 c.c., G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, diretto da, vol. I, Bologna 2004, p. 256; M.C. Cardarelli, *sub art.* 2347, in *La riforma delle società*; M. Sandulli, V. Santoro (a cura di), vol. I, Torino 2003, p. 151; V. Cariello, M.S. Spolidoro, *Azioni e altri strumenti finanziari*, in Aa.Vv., *Parere dei componenti del Collegio dei docenti del dottorato di ricerca in diritto commerciale interno e internazionale*, Università cattolica di Milano, in *Riv. soc.*, 2002, pp. 1453 e ss.; M. Di Fabio, *Riforma societaria e circolazione delle partecipazioni azionarie*, in *Riv. not.*, 2003, I, pp. 811 e ss.; F. Galgano, R. Genghini, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, F. Galgano (diretto da), ed. III, vol. XXIX, tomo 1, Padova 2006, p. 1; L. Rota, *sub art.* 2347, in *Commentario alla riforma delle società*, P. Marchetti, L.A.Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari (diretto da), Milano 2008; D. U. Santosuosso, *Il nuovo diritto societario*, Milano 2003; A. Zanoni, *sub art. 2347*, in *Codice Commentato delle S.p.A.*, G. Fauceglia, G. Schiano Di Pepe (diretto da), tomo I, Torino 2007, p. 170. Per quanto concerne i commenti al codice di commercio del 1882, v. A. De Gregorio, *Delle società e delle associazioni commerciali*, in *Il codice di Commercio commentato*, L. Bolaffio, A. Rocco, C. Vivante (a cura di), IV ed., Utet, Torino 1938, p. 381; G. Ferri, *La disciplina delle società nel codice di commercio del 1882*, in Aa.Vv., *1882–1982 cento anni dal codice di commercio*, Milano 1984; U. Navarrini, *Delle società e delle associazioni commerciali*, in *Commentario al codice di commercio*, vol. II, Milano 1924, pp. 543 e ss; A. Asquini, *Dal Codice di Commercio del 1865 al libro del lavoro del codice civile del 1942*, in *Riv. dir. comm.*, 1967, I, p. 1; e V. Angeloni, G. Azzariti, G.T. Giannini, A. Vedani, *Prima raccolta completa della giurisprudenza sul Codice di Commercio*, Milano 1918–1925, pp. 612 e ss.

2. Sul valore unitario dell'azione, cfr. F. Tortorano, *Le azioni*, in *I grandi problemi della società per azioni nelle legislazioni vigenti*, M. Rotondi (a cura di), ed. I, Cedam, Padova 1976, p. 313; P. Spada, *Dalla nozione di tipo della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, I, 95, p. 110.

3. Il significato della parola «azione» ha assunto differenti connotati che spaziano da partecipazione sociale a titolo di credito, ovvero documento che rappresenta la partecipazione sociale, per passare dal concetto di frazione del capitale; per l'esegesi semantica v. B. Visentini, voce *società (Azioni di)*, in *Enc. dir.*, vol. IV, Milano 1959, pp. 967 e ss. e, più recentemente, M. Bione, *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni*; G.E. Colombo, G.B. Portale (diretto da), vol. II, tomo 1, Torino 1991, p. 3. Anche la dottrina tedesca ha per lungo tempo ricercato una distinzione soddisfacente dei diversi

rappresenta un complesso unitario di diritti e poteri di natura amministrativa (ad esempio, diritto di intervento e di voto alle assemblee), di natura patrimoniale (diritto agli utili, diritto alla quota di liquidazione), nonché di quelli a contenuto complesso sia amministrativo sia patrimoniale (quali il diritto di opzione ed il diritto di recesso) che difficilmente rientrano nella bipartizione classica[4].

In dottrina[5] tradizionalmente si è scissa la nozione di indivisibilità in senso tecnico[6], ovvero concepire la partecipazione come entità unitaria[7], *status*[8], posizione contrattuale[9], o addirittura diritto patrimoniale *sui generis*[10], da quella di inscindibilità[11], intesa come «impossibilità di scomporre le varie posizioni giuridiche che si compendiano nella partecipazione azionaria e di una loro attribuzione a soggetti diversi»[12].

Si è pure ricercata una connessione tra i due profili tramite la deduzione del secondo dal primo[13], erigendo l'indivisibilità a regola organizzativa della

significati della parola in questione: così H. Renaud, *Das Recht der Aktiengesellschaften*, Lipsia 1875, p. 90 e K. Lehmann, *Das Recht der Aktiengesellschaften*, ed. I, Berlino 1898, p. 215, trattati in Italia da A. De Gregorio, *Delle società e delle associazioni commerciali*, cit., pp. 492–493.

4. Cfr., altresì, G. Cottino, *Diritto commerciale*, vol. I, Padova, 1976, p. 581 e F. Di Sabato, *Diritto delle società*, ed. III, Milano, 2011, p. 252.

5. B. Visentini, voce *società (Azioni di)*, cit., p. 975.

6. V. M. Bione, *op. cit.*, p. 24, in cui l'A. fa discendere il connotato dell'indivisibilità direttamente dall'essenza del titolo azionario di unità di misura della partecipazione sociale minima e non frazionabile.

7. Ivi, p. 31.

8. Già in questo senso T. Ascarelli, *Appunti di diritto commerciale*, ed. II, Roma 1936, p. 51; C. Angelici, *Sulla «inscindibilità» della partecipazione azionaria*, in *Riv. dir. comm.*, 1985, I, p. 124, par. 1 nt. 3. In senso contrario: T. Formaggini, *Lo «status socii»*, in *Studi in memoria di Umberto Ratti*, Milano 1934, pp. 521 e ss.

9. Questa soluzione fu sostenuta da G. Santini, *Natura e vicende della quota di società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. civ.*, 1962, I, pp. 437 e ss.

10. Seppur in minoranza, cfr. G.C.M. Rivolta, *La partecipazione sociale*, Milano 1965, pp. 249 e 264 e ss.

11. Cfr., C. Angelici, *Delle società per azioni: le azioni*, in *Commentario*, P. Schlesinger (a cura di), Milano 1992, p. 33 ed ancora M. Bione, *op. cit.*, p. 24 che sul punto parla di «(im)*possibilità di esercizio parziario ovverosia, e più precisamente, di esercizio in misura comunque inferiore a quella segnata dal valore nominale, statutariamente predeterminato, dell'azione stessa*». Al riguardo v. anche C. Vivante, *Trattato di diritto commerciale*, ed. V, vol. II, *Le società commerciali*, Torino 1923, p. 201; A. De Martini, voce *società (Azioni di)*, in *Enc. della banca e della borsa*, vol. IV, Roma–Milano, s.d. (ma 1968), p. 41; G. Marasà, *Legittimazione dell'azionista ed iscrizione nel libro dei soci*, in *Riv. dir. civ.*, 1975, II, pp. 35 e 46, nt. 45.

12. Sul tema, M. Bione, *op. cit.*, p. 30.

13. R. Annaratone, *sub art. 2347*, in *Commentario al codice civile*, P. Cendon (a cura di), Milano 2010, p. 467; anche questo A. riprende il filone storico per cui la connessione tra la titolarità della partecipazione azionaria e l'esercizio dei diritti sociali alla stessa inerenti è così stretta da rendere impossibile che tali diritti possano essere attribuiti a soggetti diversi dal titolare della partecipazione, in quanto gli stessi spetterebbero solo ed esclusivamente a quest'ultimo. A p. 467 definisce l'inscindibilità «*come il rapporto sussistente fra, da un lato, le diverse situazioni giuridiche insite nella partecipazione azionaria e, dall'altro, il complesso unitario delle stesse*».

società per azioni e chinando l'inscindibilità a rapporto intercorrente tra le singole posizioni giuridiche in essa comprese ed il complesso unitario da loro risultante[14].

Tuttavia, prevale la tesi dell'eterogeneità dei due concetti[15]. Tanto da far discendere l'inscindibilità direttamente dal principio di «corrispondenza e connessione del potere di decidere in materia economica con il rischio che la decisione può comportare»[16], senza alcuna correlazione diretta con il fondamento normativo di cui all'art. 2347 c.c.

Si fa assurgere così l'identità soggettiva della titolarità[17] a valore primario del diritto societario, da cui discende un rapporto unitario, quale declinazione del principio di uniformità ed autonomia dell'azione[18], che tende a soddisfare l'esigenza di equilibrio di potere e rischio[19], ovvero di determinazione della volontà dell'impresa e di concorso ai risultati economici della medesima.

La dottrina tedesca[20], ad esempio, ha distinto l'indivisibilità quantitativa da quella qualitativa non collegando l'una con l'altra, bensì ritenendo che l'origine dalla seconda debba ricercarsi direttamente nella causa del contratto di società[21].

Altri autori[22], diversamente opinando, hanno argomentato la diversità tra indivisibilità e inscindibilità sostenendo che, mentre la prima si sofferma sui diritti e gli obblighi inerenti la partecipazione, la seconda pone una stretta connessione tra la partecipazione sociale e lo *status* di socio[23].

14. C. Angelici, *Sulla «inscindibilità» della partecipazione azionaria*, cit., p. 125.

15. Cfr. N. Gasperoni, *Le azioni di società*, Padova 1942, pp. 119 e ss.; Id., voce *Società (azioni di)*, in *Noviss. dig. it.*, vol. II, Torino 1958, pp. 183 e ss.; e G. Cottino, *Le convenzioni di voto nelle società commerciali*, Milano 1958.

16. Così B. Visentini, *Il sindacato di voto: realtà e prospettive*, in *Riv. soc.*, 1988, p. 15, che non condivide l'affermazione di G. Frè, *Società per azioni*, in *Comm. c.c.*, A. Scialoja, G. Branca (a cura di), ed. I, Bologna 1951, p. 150, per cui l'indivisibilità dell'azione deriverebbe dal «principio generale dell'indivisibilità dei titoli di credito», in quanto a Suo dire non tiene conto delle disposizioni che prevedono la possibilità di attribuire distinti titoli come nel caso dell'usufrutto (art. 2025 c.c. e art. 1, co. 3, r.d. 29 marzo 1942 n. 239).

17. Per una declinazione del principio in parola al diritto di voto, v. M. Bione, *op. cit.*, p. 33.

18. P.G. Jaeger, *Il voto «divergente» nelle società per azioni*, Milano 1976, pp. 59 e ss.

19. T. Ascarelli, *Riflessioni in tema di titoli azionari, personalità giuridica e società tra società*, in *Saggi di diritto commerciale*, Milano 1955, pp. 219 e ss.

20. Cfr., tra gli autori tedeschi, R. Fischer, *Die Personenvereinigungen*, in *Handbuch des gesamten Handelsrechts*, V. Ehrenberg (a cura di), vol. III, tomo I, Leipzig 1916, pp. 145 e ss.; H. Würdinger, *Aktienrecht*, Kalsruhe 1959, pp. 38–39.

21. L'argomentazione è stata ripresa in Italia da F. D'Alessandro, *I titoli di partecipazione*, Milano 1968, pp. 118 e ss.

22. Cfr. G. Mignone, *sub art.* 2347, in *Codice commerciale delle società*, N. Abriani, M. Stella Richter (a cura di), Torino 2010, pp. 648 e ss.

23. V. altresì M. Libertini, A. Mirone, P. M. Sanfilippo, *sub art.* 2347, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, vol. II, tomo 1, Padova 2010, p. 242.

1.1.1. *I profili storici della crisi: dicotomia tra controllo e rischio economico*

È oramai indiscusso, ciò nonostante, che il principio dell'inscindibilità non impedisca una separata attribuzione[24], e dunque circolazione, di alcuni diritti[25] che, seppur scaturenti dalla medesima partecipazione azionaria, sono stati eretti ad autonomi diritti soggettivi, talvolta estranei all'organizzazione societaria[26].

Questo inevitabilmente mina le fondamenta della nozione stessa di partecipazione sociale ed ancora prima di contratto di società *tout court*[27].

Le preoccupazioni che possono scaturire dal separato trasferimento delle singole componenti della partecipazione non risiedono tanto nella validità ed efficacia *inter partes* del negozio traslativo, quanto piuttosto nella rilevanza «reale» dell'operazione, ovverosia nell'incidenza che la stessa può avere sull'assetto organizzativo dell'ente societario[28].

24. Atteggiamenti storicamente a favore della libera attribuzione di taluni diritti sono stati espressi da L. Mengoni, *La divisione del pacchetto azionaria di maggioranza fra gli eredi dell'azionista*, in *Riv. soc.*, 1959, pp. 428 e ss.; G.C. M. Rivolta, *Sulla divisione delle quote sociali*, in *Riv. soc.*, 1974, pp. 531 e ss.; S. Gatti, *L'iscrizione nel libro dei soci*, Milano 1969. In giurisprudenza, v. Cass. 12 maggio 1965, n. 909, in *Giur. It.*, 1965, I, 1, p. 1507, con nota critica di G. Santini. (*[26] È stata tuttavia elaborata un'importante distinzione tra i diritti cedibili e quelli non cedibili separatamente: all'uopo, v. G. De Ferra, *La circolazione delle partecipazioni azionarie*, Milano 1964 e C. Angelici, *La partecipazione azionaria nella società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, P. Rescigno (diretto da), vol. XVI, Torino 1985, pp. 195 e ss.

25. È stata tuttavia elaborata un'importante distinzione tra i diritti cedibili e quelli non cedibili separatamente: all'uopo, v. G. De Ferra, *La circolazione delle partecipazioni azionarie*, Milano, 1964 e C. Angelici, *La partecipazione azionaria nella società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, P. Rescigno (diretto da), vol. XVI, Torino 1985, pp. 195 e ss.

26. Si pensi ai diritti di credito dell'azionista per utili dei quali sia stata deliberata la distribuzione oppure alla cessione del diritto di opzione sulle nuove azioni; cfr., sul punto, M. Bione, *op. cit.*, p. 31; B. Visentini, voce *società (Azioni di)*, cit., p. 975; A. De Martini, *op. cit.*, p. 41; G. Fanelli, *Le partecipazioni sociali reciproche*, Milano 1957; C. Pasteris, *Il controllo nelle società collegate e le partecipazioni reciproche*, Milano 1957; D. Pettiti, *Contributo allo studio del diritto dell'azionista al dividendo*, Milano, 1957; G. Rossi, *Utile di bilancio, riserve e dividendo*, Milano 1957; E. Simonetto, *Utili, dividendi e acconti dividendo nelle società per azioni*, Padova 1963; R. Nobili, *Contributo allo studio del diritto di opzione nelle società per azioni*, Milano 1958; A. Mignoli, *Le «partecipazioni agli utili» nelle società di capitali*, Milano 1966; G. Sena, voce *Cedola*, in *Enc. dir.*, VI, Milano 1960, pp. 701 e ss.; G.L. Pellizzi, *Principi di diritto cartolare*, Bologna 1967.

27. V. O. Cagnasso, voce *Azioni di società*, in *Dig. disc. priv., Sez. comm.*, Torino 1987, pp. 127 e ss.

28. M. Bione, *op. cit.*, p. 32.