

STEFANO BRIGHENTI

***BREVI RIFLESSIONI SUL DIRITTO DI VOTO DEI
TITOLARI DI STRUMENTI FINANZIARI
PARTECIPATIVI E SUL PRINCIPIO DI SUPREMAZIA
DEGLI AZIONISTI***

3

2018

Direttore responsabile: *Francesco Denozza*

Editorial Board/Direzione scientifica: *Pierre-Henri Conac, Jorge Manuel Coutinho de Abreu, Francesco Denozza, Stefan Grundmann, Carlo Ibba, Jonathan Macey, Marco Maugeri, Vincenzo Meli, Massimo Miola, Andrea Perrone, Serenella Rossi, Giuliana Scognamiglio, Ruggero Vigo*

Editorial Staff/Redazione scientifica: *Alessio Bartolacelli, Ilaria Capelli, Elisabetta Codazzi, Chiara Garilli, Carmen Herrero Suarez, Corrado Malberti, Alessio Scano, Alessandra Zanardo*

Referees/Revisione scientifica: *Niccolò Abriani, Elisabetta Bertacchini, Vincenzo Calandra Buonauro, Lucia Calvosa, Stefano Cerrato, Antonio Cetra, Nicoletta Ciocca, Monica Cossu, Concetto Costa, Renzo Costi, Emanuele Cusa, Vincenzo Di Cataldo, Philipp Fabbio, Marilena Filippelli, Carlo Felice Giampaolino, Gianvito Giannelli, Paolo Giudici, Andrea Guaccero, Gianluca Guerrieri, Giuseppe Guizzi, Aldo Laudonio, Mario Libertini, Elisabetta Loffredo, Giorgio Marasà, Marisaria Maugeri, Aurelio Mirone, Paolo Montalenti, Mario Notari, Michele Perrino, Paolo Piscitello, Giuseppe B. Portale, Gaetano Presti, Roberto Sacchi, Luigi Salamone, Davide Sarti, Laura Schiuma, Maurizio Sciuto, Renato Santagata, Antonio Serra, Marco S. Spolidoro, Lorenzo Stanghellini, Mario Stella Richter, Andrea Tina, Alberto Toffoletto, Umberto Tombari, Paolo Valensise, Francesco Vella, Andrea Vicari, Roberto Weigmann*

BREVI RIFLESSIONI SUL DIRITTO DI VOTO DEI TITOLARI DI STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI E SUL PRINCIPIO DI SUPREMAZIA DEGLI AZIONISTI

STEFANO BRIGHENTI*

SOMMARIO: 1. Il problema. – 2. La tesi delle assemblee separate. – 3. La tesi dell'unica assemblea. – 4. Le modalità di funzionamento dell'assemblea comune. – 5. Riflessioni sulla declinazione del principio di supremazia degli azionisti: proposta di una ricostruzione alternativa. – 6. Profili critici della ricostruzione proposta e conclusioni sul possibile ruolo degli strumentisti.

1. Il problema.

L'art. 2351, quinto comma, c.c. consente di incorporare negli strumenti finanziari partecipativi anche «il diritto di voto su argomenti specificamente indicati». Il legislatore ha tuttavia specificato, all'ultimo comma dell'art. 2346 c.c., che resta «escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti». L'art. 2351 prevede inoltre che «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».

La norma contenuta nell'art. 2351, quinto comma, pone due ordini di problemi. Un primo problema riguarda il significato da attribuire al divieto di voto in assemblea generale sancito dall'ultimo comma dell'art. 2346, giacché può essere inteso in due sensi. In un primo significato questo divieto può essere riferito al luogo di espressione del voto: e in particolare alla necessità che questa espressione avvenga nell'ambito di un'assemblea speciale. In un secondo significato può essere invece riferito all'ambito delle decisioni che possono rientrare nella competenza dei titolari di strumenti finanziari partecipativi¹.

In secondo luogo, anche la riserva di nomina di alcuni componenti di cariche sociali ha fatto sorgere dubbi circa la necessità che la stessa venga a sua volta esercitata in un'assemblea speciale e si configuri perciò come potere di nomina, anziché come diritto di concorrere alla loro elezione.

All'analisi di questi problemi è dedicato il presente scritto.

* Dottore di ricerca in Diritto, mercato e persona presso Università Ca' Foscari Venezia; email: stefanobrigenti90@gmail.com.

¹ Il problema interpretativo fu sollevato, già prima dell'entrata in vigore della riforma del 2003, da CONFINDUSTRIA, *Osservazioni e proposte di modifica da parte della Confindustria (versioni del 27 novembre 2002 e 11 dicembre 2002)*, Allegato tecnico: *Osservazioni specifiche sulle norme di attuazione della legge delega per la riforma del diritto societario (l. n. 366/2001)*, reperibili in *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*, a cura di M. VIETTI, F. AULETTA, G. LO CASCIO, U. TOMBARI, A. ZOPPINI, Milano, Giuffrè, 2006, 3903, ove si legge: «la norma [art. 2351, n.d.a.] però risulta insufficientemente articolata dando luogo ad una serie di dubbi interpretativi. Non è infatti chiaro come si debba esprimere il diritto di voto dei titolari degli strumenti finanziari: è necessaria un'assemblea separata o, invece, il voto viene espresso nell'assemblea generale degli azionisti. In quest'ultimo caso, tuttavia, sorgerebbero difficoltà organizzative relative al calcolo del *quorum* o agli effetti del voto espresso (può essere configurato come un veto?)».

La questione è strettamente collegata ad un altro tema, ossia il principio di supremazia degli azionisti. Per opinione unanime e condivisibile, infatti, deve ispirarsi a tale principio la ricostruzione del ruolo (e quindi del peso) che azionisti e strumentisti rispettivamente hanno nel processo decisionale cui entrambi partecipano. Si vedrà, tuttavia, come differenti letture del dato normativo conducano a differenti interpretazioni del principio in esame; e si vedrà come a ciascuna diversa interpretazione del principio di supremazia corrisponda, di riflesso, una diversa ricostruzione del ruolo degli strumentisti nel processo decisionale cui partecipano.

L'analisi muoverà dall'esposizione delle tesi proposte in argomento dalla dottrina e dagli orientamenti notarili editi (parr. 2-4), per poi avanzare un'ipotesi ricostruttiva ulteriore (par. 5). Si individueranno quindi gli aspetti critici che devono guidare l'interprete nella scelta della soluzione maggiormente conforme al diritto positivo (par. 6) traendo infine alcune conclusioni sul punto.

2. La tesi delle assemblee separate.

Un primo orientamento sostiene che gli strumentisti devono esercitare il proprio diritto di voto separatamente dagli azionisti². La tesi si basa prima di tutto su un argomento di ordine

² Così M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari partecipativi: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, relazione al convegno *Verso il nuovo diritto societario. Dubbi e attese*, organizzato dal Consiglio Nazionale del Notariato e IPZS, Firenze, 16 novembre 2002, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, 542 ss., 550 s.; ID., *Gli strumenti finanziari partecipativi: punti fermi e problemi aperti negli orientamenti interpretativi del notariato milanese*, in *Riv. soc.*, 2018, 1134 ss., 1147; M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, 519 ss., 536; F. CORSI, *La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 414 ss., 417; V. SANTORO, *Commento all'art. 2351*, in *La riforma delle società*, a cura di M. SANDULLI, V. SANTORO, Torino, Giappichelli, 2004, 2/I, 152 s.; A. BARTALENA, *Le nuove tipologie di strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, 293 ss., 298; G. FERRI jr., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di C. MONTAGNANI, Milano, Giuffrè, 2004, 92; A. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento all'art. 2346*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES, I, Napoli, Jovene, 2004, 264; ID., *Commento all'art. 2351*, in *Società di capitali*, cit., 313; A. MAFFEI ALBERTI, *Considerazioni introduttive*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. CIAN, Padova, Cedam, 2004, 245; C. RABITTI BEDOGNI, *Azioni, strumenti finanziari partecipativi e obbligazioni*, in *Dir. banc. mer. fin.*, 2004, I, 185 ss., 204; C. PELLEGRINI, *Strumenti finanziari: profili di disciplina e alcune implicazioni per il governo societario*, in *Dir. banc. mer. fin.*, 2005, I, 547 ss., 580 s.; U. TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, *Studio n. 5571/I del Consiglio Nazionale del Notariato, Approvato dalla Commissione Studi d'Impresa il 25 febbraio 2005*, 8; ID., *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 143 ss., 155 ss.; F. GALGANO, R. GENGINI, *Il nuovo diritto societario*³, 1, Padova, Cedam, 2006, 250 s.; C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*², Padova, Cedam, 2006, 71 s.; A. ZANONI, *Commento all'art. 2346*, in *Codice Commentato delle s.p.a.*, diretto da G. FAUCEGLIA, G. SCHIANO DI PEPE, I, Torino, Utet, 2006, 167; B. LIBONATI, *I "nuovi" strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, 1 ss., 14 ss.; A. LUPOI, *Strumenti di investimento nell'impresa (forme complesse di garanzia)*, in *Contr. impr.*, 2007, 278 ss., 290; M. NOTARI, (A. GIANNELLI), *Commento all'art. 2346, comma 6*, in *Azioni*, a cura di M. NOTARI, Milano, Egea, 2008, 96 ss.; C. BRESCIA MORRA, *Finanziamento e partecipazione all'impresa. Profili evolutivi*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2008, 257 s.; N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Le società per azioni*, di N. ABRIANI, S. AMBROSINI, O. CAGNASSO, P. MONTALENTI, Padova, Cedam, 2010, 342 s.; M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Milano, Giuffrè, 2010, 268 s.; A. GIAMPIERI, *Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 412 ss., 426; A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di restructuring*, in *Società*, 2011, 925 ss., 929; P. LUCANTONI, *Il voto in assemblea. Dall'organizzazione al mercato*, Torino, Giappichelli, 2012, 94; M. SAGLIOCCA, *Strumenti finanziari partecipativi e potere di partecipazione attiva al governo delle società per azioni*, in *RDS*, 2013, III, 326 ss., 336; M. MAROCCHI, *Sull'attualità della correlazione tra potere*

letterale: l'art. 2346, sesto comma, dopo avere riconosciuto la possibilità di attribuire agli strumenti finanziari partecipativi anche diritti amministrativi, esclude espressamente che questi possano consistere nel diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti. La norma prescriverebbe quindi che il diritto di voto eventualmente attribuito agli strumentisti debba essere esercitato non nell'assemblea generale³, ma in un'assemblea separata⁴, o che quanto meno le dichiarazioni di voto debbano essere conteggiate separatamente⁵.

Sempre dal punto di vista letterale, l'idea di una segregazione dell'attività decisionale degli strumentisti sarebbe inoltre suggerita dallo stesso art. 2351, quinto comma, il quale tipizza, attraverso l'espressione «e in particolare», una fattispecie deliberativa nella «nomina» di un componente indipendente del consiglio di amministrazione, del consiglio di sorveglianza o di un sindaco: la «riserva di nomina» indicherebbe chiaramente una decisione assunta dai titolari di strumenti finanziari in totale autonomia, non una loro partecipazione al processo di elezione delle cariche sociali⁶.

La tesi utilizza anche su un argomento di ordine sistematico. Far partecipare gli strumentisti alla stessa assemblea degli azionisti, far quindi dipendere l'esito del processo decisionale dal risultato di un'unica votazione in cui i voti dei primi si cumulano con quelli

e rischio nella s.p.a. riformata, in *Contr. impr.*, 2014, 221 ss., 238; L. SCHIUMA, *Governo societario ed esercizio del diritto di voto*, in *Governo societario ed esercizio del diritto di voto*, a cura di L. SCHIUMA, Padova, Cedam, 2014, 20 ss. e 39 s.; L. MIOTTO, *Il controllo creditorio difensivo*, Torino, Giappichelli, 2017, 98 ss., 103 ss.; E. GINEVRA, *Gli strumenti finanziari diversi da azioni e obbligazioni*, in *Diritto commerciale*, a cura di M. CIAN, III, Torino, Giappichelli, 2017, 386; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 167 del 7 novembre 2017*, <https://www.consiglionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/167.aspx>. Sembrerebbe orientato in questo senso, se ben si è compreso il pensiero dell'Autore, anche M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE, 1***, Torino, Utet, 2004, 285, nt. 655 e nt. 657.

³ M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari partecipativi*, (nt. 2), 551; A. BARTALENA, (nt. 2), 298; G. FERRI jr., (nt. 2), 92; A. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento all'art. 2346*, (nt. 2), 264; ID., *Commento all'art. 2351*, (nt. 2), 313; F. GALGANO, R. GENGHINI, (nt. 2), 250 s.; B. LIBONATI, (nt. 2), 14 s.; M. SAGLIOCCA, (nt. 2), 335 s.; L. SCHIUMA, (nt. 2), 21 s. e 39 s.; E. GINEVRA, (nt. 2), 386; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 167*, (nt. 2).

⁴ Discutendosi poi se si tratti dell'assemblea speciale di cui all'art. 2376 c.c. oppure di un'assemblea separata non coincidente con quella prevista da detta disposizione. Per quanti aderiscono al primo indirizzo, l'attribuzione del diritto di voto a norma dell'art. 2351, quinto comma, determinerebbe un'estensione delle competenze dell'assemblea di cui all'art. 2376, con conseguente applicazione delle sue regole di funzionamento: in questo senso V. SANTORO, (nt. 2), 152 s.; G. FERRI jr., (nt. 2), 92, per il quale gli «specifici argomenti» di cui all'ultimo comma dell'art. 2351 andrebbero perciò a circoscrivere, prima ancora che il diritto di voto dei titolari di strumenti finanziari partecipativi, le competenze dell'organo assembleare dagli stessi composto; A. MAFFEI ALBERTI, (nt. 2), 245; C. RABITTI BEDOGNI, (nt. 2), 204; B. LIBONATI, (nt. 2), 14; A. LUPOI, (nt. 2), 290; A. GIAMPIERI, (nt. 2), 426; P. LUCANTONI, (nt. 2), 94 s.; M. MAROCCHI, (nt. 2), 238; E. GINEVRA, (nt. 2), 386. Quanti invece aderiscono alla seconda opzione interpretativa ammettono che lo statuto possa liberamente disciplinare i profili procedurali e formali delle riunioni assembleari dei titolari di strumenti finanziari partecipativi, invocando l'applicazione analogica della disciplina dell'assemblea straordinaria (cui rinviano sia l'art. 2376 sia l'art. 2415, terzo comma) solo in mancanza di apposite previsioni al riguardo: in questo senso A. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento all'art. 2351*, (nt. 2), 313 s.; U. TOMBARI, *Studio 5571/I del CNN*, (nt. 2), 8; N. ABRIANI, (nt. 2), 343 nt. 389; A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, (nt. 2), 929; M. SAGLIOCCA, (nt. 2), 336; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 167*, (nt. 2); A. ZANONI, (nt. 2), 167.

⁵ Ciò a prescindere dal fatto che lo statuto (o il regolamento ad esso allegato) disponga che la riunione degli azionisti e dei titolari di strumenti finanziari partecipativi debba o possa avvenire contestualmente nel medesimo luogo: così CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 167*, (nt. 2).

⁶ M. LAMANDINI, (nt. 2), 536; V. SANTORO, (nt. 2), 152 s.; A. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento all'art. 2351*, (nt. 2), 312 s.; N. ABRIANI, (nt. 2), 346.

dei secondi, potrebbe consentire ad investitori non soci di determinare l'adozione di una delibera anche contro la volontà della maggioranza del capitale sociale votante. Pertanto, affinché ogni decisione presupponga il necessario consenso degli azionisti, sarebbe preferibile mantenere separato il conteggio delle maggioranze ed esigere l'approvazione di entrambe le categorie di investitori, attribuendo così agli strumentisti solamente un potere di veto⁷.

Si è infine rilevato come l'unicità dell'assemblea porrebbe anche problemi di ordine pratico: la disomogeneità strutturale di azioni e strumenti finanziari partecipativi renderebbe non agevole la scrittura di una disciplina statutaria capace di disciplinare la compartecipazione in un'unica assemblea di differenti categorie di investitori⁸.

Il legislatore, dunque, avrebbe inteso contenere i poteri degli strumentisti nei limiti di una funzione meramente difensiva, di tutela cioè del proprio investimento, non conferire loro la capacità di imporre una delibera ad una maggioranza dell'azionariato dissenziente. La corretta interpretazione degli artt. 2346, sesto comma, e 2351, quinto comma, condurrebbe allora a declinare la possibile partecipazione degli strumentisti al governo societario unicamente nelle seguenti tre opzioni: ampliare in via statutaria l'ambito di applicazione dell'art. 2376, richiedendo la loro approvazione per deliberazioni assembleari la cui possibile connotazione pregiudizievole non è già inclusa nella tutela di fonte legale, ad esclusione di quelle per le quali l'art. 2369, quarto comma vieta un innalzamento dei quozienti⁹; conferire

⁷ M. LAMANDINI, (nt. 2), 536, il quale osserva che «si è inteso vietare che il governo della società possa essere attribuito, per via statutaria, ai possessori di questi strumenti. Ai quali è sì possibile attribuire un diritto di controllo, anche attraverso un componente del consiglio e un potere di veto su argomenti specifici (attraverso la predisposizione statutaria di competenze autorizzatorie di singole materie in capo all'assemblea dei possessori di tali strumenti) ma non è possibile attribuire un ruolo attivo di governo»; V. SANTORO, (nt. 2), 152 s.; G. FERRI *jr.*, (nt. 2), 92; C. PELLEGRINI, (nt. 2), 580 ss.; U. TOMBARI, *Studio 5571/I del CNN*, (nt. 2), 8; C. ANGELICI, (nt. 2), 70 ss.; B. LIBONATI, (nt. 2), 15 s., 20, ad opinione del quale «l'esclusione di cui all'art. 2346, comma 6 intende chiaramente evitare che la delibera di competenza dell'assemblea generale si formi con il concorso di volontà diverse da quelle dei soci»; M. NOTARI, (A. GIANNELLI), (nt. 2), 96 nt. 116, secondo il quale gli strumentisti «non possono *concorrere* coi soci alla formazione della deliberazione, né votando *insieme* ad essi, né sommando i propri voti, espressi separatamente, ai voti dei soci. In altre parole, gli strumenti finanziari partecipativi non partecipano “in positivo” alla formazione della decisione di competenza dell'assemblea dei soci» (enfasi originali); C. BRESCIA MORRA, (nt. 2), 257, 259; N. ABRIANI, (nt. 2), 343; M. MAUGERI, (nt. 2), 269 nt. 167, secondo cui «il “concorso” dei possessori di strumenti finanziari [...] si attingerà allora quale elemento “esterno” al procedimento deliberativo assembleare idoneo a condizionarne la conformità alla “legge e allo statuto” ai sensi dell'art. 2377 c.c.»; P. LUCANTONI, (nt. 2), 98; L. MIOTTO, (nt. 2), 65 ss., 98 ss., 103 ss., per la quale l'attribuzione statutaria del diritto di voto deve essere un mezzo per l'autotutela della categoria avverso un pregiudizio cui è esposta, non invece per la spoliazione della sovranità degli azionisti; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 167*, (nt. 2).

⁸ F. GALGANO, R. GENGHINI, (nt. 2), 251 nt. 167; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 167*, (nt. 2).

⁹ Si tende generalmente ad ammettere che, eccettuati come detto gli argomenti menzionati all'art. 2369, quarto comma, agli strumentisti possa essere riconosciuto il diritto di esprimersi tendenzialmente su qualunque materia di competenza dell'assemblea, ordinaria o straordinaria: così U. TOMBARI, *Studio 5571/I del CNN*, (nt. 2), 8 s.; B. LIBONATI, (nt. 2), 19; M. NOTARI, (A. GIANNELLI), (nt. 2), 98 ss.; N. ABRIANI, (nt. 2), 343 s.; M. MAUGERI, (nt. 2), 269 s.; M. SAGLIOCCA, (nt. 2), 337; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 167*, (nt. 2). Si veda però A. LUPOI, (nt. 2), 290, il quale ammette che agli strumentisti possa essere riconosciuto un potere di veto anche in ordine all'approvazione del bilancio. È rimasta invece minoritaria la tesi di G. FERRI *jr.*, (nt. 2), 93, e, se si è ben capito, anche di A. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento all'art. 2351*, (nt. 2), 313, e P. LUCANTONI,

loro il potere di autorizzare determinate operazioni dell'organo amministrativo¹⁰; riservare loro il diritto di nominare (e, secondo alcuni, anche di revocare¹¹) una minoranza dei membri degli organi di amministrazione e di controllo.

3. La tesi dell'unica assemblea.

Un secondo filone interpretativo sostiene invece la tesi per cui gli strumentisti dotati del diritto di voto dovrebbero¹², o per alcuni potrebbero¹³, esercitarlo nella medesima assemblea

(nt. 2), 97, secondo cui gli «specifici argomenti» sui quali può essere riconosciuto il diritto di voto agli strumentisti sarebbero limitati a quelli di competenza della sola assemblea ordinaria.

¹⁰ Purché siano molto circoscritte, così da non provocare di fatto una penetrante ingerenza nella gestione: così L. MIOTTO, (nt. 2), 109 ss.; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 167*, (nt. 2). Nello stesso senso, se ben s'intende, anche P. LUCANTONI, (nt. 2), 95 nt. 66. Si pronunciano tuttavia in senso contrario alla possibilità di attribuire direttamente agli strumentisti il potere autorizzativo verso gli amministratori, ritenendo che essi possano al più approvare la deliberazione di un'assemblea degli azionisti convocata ai sensi dell'art. 2364, primo comma, n. 5), N. ABRIANI, (nt. 2), 344; A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, (nt. 2), 930; M. SAGLIOCCA, (nt. 2), 337.

¹¹ Così M. NOTARI, (A. GIANNELLI), (nt. 2), 105; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 167*, (nt. 2). Di opinione conforme parrebbe anche C. PELLEGRINI, (nt. 2), 586. In senso contrario paiono però A. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento all'art. 2351*, (nt. 2), 313; A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, (nt. 2), 932; M. SAGLIOCCA, (nt. 2), 340; L. SCHIUMA, (nt. 2), 22 nt. 46.

¹² Così ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il nuovo diritto delle società. Società di capitali e cooperative*, a cura di G. OLIVIERI, G. PRESTI, F. VELLA, Bologna, Il Mulino, 2003, 101; A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, 1268 ss., 1297 s.; F. DIMUNDO, *Commento all'art. 2346*, in *Società per azioni. Azioni, società collegate e controllate, assemblee (artt. 2346-2379-ter c.c.)*, di E. CARATOZZOLO, S. DI AMATO, F. DIMUNDO, G. LO CASCIO, G. MUSCOLO, C. PROTO, Milano, Giuffrè, 2003, 13; M. LIBERTINI, *Riflessioni generali*, in *Le grandi opzioni della riforma e del processo societario*, a cura di G. CIAN, Padova, Cedam, 2004, 253; G. OPPO, *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, 57 ss., 63; G. MIGNONE, *Commento all'art. 2351, comma 5*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. COTTINO, G. BONFANTE, O. CAGNASSO, P. MONTALENTI, I, Bologna, Zanichelli, 2004, 336 s.; S. PERUGINO, *Gli strumenti finanziari alla luce della riforma del diritto societario*, in *Società*, 2004, 941 ss., 946; F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, Ipsoa, 2004, 57 s.; L. ENRIQUES, *Quartum non datur: appunti in tema di «strumenti finanziari partecipativi» in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, I, 166 ss., 179 s. (seppur in senso dubitativo); M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, Giuffrè, 2006, 77, 82 ss.; D. PASTORE, *I nuovi strumenti finanziari nelle società azionarie*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, 1025 ss., 1049 ss.; S. LUONI, *Obbligazioni, strumenti finanziari, titoli di debito nelle società di capitali*, Bologna, Zanichelli, 2010, 350 s.; E. PEDERZINI, *Diritto d'intervento all'assemblea ed esercizio del voto*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2011, 554 ss., 558 s.; A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, Torino, Giappichelli, 2012, 278 ss.; P. TULLIO, *Finanziamenti finalizzati nella s.p.a.: azioni correlate e strumenti finanziari di partecipazione all'affare*, in *RDS*, 2013, III, 364 ss., 387 nt. 103; R. LENER, *Voice dei non soci, soci senza voice e concezione contrattuale della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2015, 480 ss., 486; F. INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, Napoli, Esi, 2017, 281 ss.

¹³ Nel senso che la legge non precluderebbe l'esercizio del diritto di voto nella stessa assemblea degli azionisti, pur rimettendo all'autonomia statutaria la scelta di collocarne l'esercizio in tale consesso ovvero in un'assemblea separata con funzione di approvazione (e quindi di veto) delle deliberazioni adottate dagli azionisti: così COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Massima H.J.1. – Esercizio di voto degli strumenti finanziari* – 1^o pubbl. 9/04, <http://www.notaitriveneto.it/dettaglio-massime-triveneto-62-spa-strumenti-finanziari.html#inizio>; A. LOLLI, *Gli strumenti finanziari*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. MAFFEI ALBERTI, I, Padova, Cedam, 2005, 206 s.; G. GIANNELLI, *Sulla competenza a deliberare l'emissione di strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 163 ss., 177 nt. 38; M. LIBERTINI, A. MIRONE, P.M. SANFILIPPO, *Commento all'art. 2346*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. D'ALESSANDRO, II*, Padova, Piccin, 2010, 227 s., 230; A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nelle s.p.a. Gli strumenti finanziari partecipativi*, Milano, Giuffrè, 2012, 254, 258, nt. 241; sembrano orientati in questo senso anche M. DE ACUTIS, *Il finanziamento dell'impresa societaria: i principali tratti caratterizzanti e gli "altri strumenti finanziari partecipativi"*, in *Le grandi opzioni della riforma e del processo societario*, cit., 264, e A. POMELLI, *Rischio d'impresa e potere di voto nella società*

degli azionisti, così da integrare i voti di questi ultimi e partecipare “in positivo” all’assunzione della delibera. Anche questo orientamento si basa prima di tutto su un argomento di ordine letterale: il riconoscimento di un diritto di voto, non meglio definito né circostanziato, suggerirebbe una sua naturale collocazione all’interno dell’assemblea degli azionisti. Il divieto di cui all’art. 2346, sesto comma, si limiterebbe perciò ad escludere la liceità di un’attribuzione del diritto di voto genericamente relativa a tutti gli argomenti di competenza dell’assemblea, o comunque tanto ampia da consentire di fatto una partecipazione pressoché generalizzata¹⁴.

La competenza degli strumentisti a nominare alcuni membri degli organi di amministrazione e di controllo sarebbe poi compatibile con una “fisiologica” forma di concorso alla nomina di tutti i componenti delle cariche sociali, che ben potrebbe costituire uno degli «argomenti specificamente indicati» dallo statuto¹⁵.

Alcune interpretazioni valorizzano inoltre i dati desumibili da altre norme. In particolare, parte della dottrina dà rilievo all’art. 2506-ter, quarto comma¹⁶, e alle modifiche apportate dal d. lgs. 27 gennaio 2010, n. 27, agli artt. 2370, primo comma, 2372, primo comma, e 2373, primo comma, dove le parole «soci» o «azionisti» cui «spetta il diritto di voto» sono state sostituite dalla locuzione «coloro ai quali spetta» il diritto di voto¹⁷.

per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie, in *Giur. comm.*, 2008, I, 510 ss., 535 ss. (quest’ultimo, in particolare, prima sembra supporre che i voti di azionisti e strumentisti si cumulino in un’unica votazione, poi però ammette che lo statuto possa anche riservare ai secondi un diritto di veto di categoria nelle materie rispetto alle quali è loro concesso il voto). Tra quanti aderiscono a questo orientamento si discute piuttosto in merito a quale regime trovi applicazione in caso di silenzio dello statuto sul punto: secondo A. LOLLI e M. LIBERTINI, A. MIRONI, P.M. SANFILIPPO, prevarebbe la collocazione in un’assemblea separata; per COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE e M. DE ACUTIS, invece, in mancanza di indicazioni statutarie in proposito il voto andrebbe esercitato nell’assemblea generale. Si deve qui precisare che, pur trattandosi di una ricostruzione parzialmente differente rispetto a quella (sostenuta dagli Autori citati alla nota precedente) secondo cui gli strumentisti devono necessariamente votare in un’assemblea comune con gli azionisti, si è ritenuto di rappresentare in modo congiunto i due filoni in quanto accomunati (e questo è il dato su cui s’intende porre l’accento) dalla medesima interpretazione del divieto di voto nell’assemblea generale degli azionisti sancito all’ultimo comma dell’art. 2346.

¹⁴ A. PISANI MASSAMORMILE, (nt. 12), 1298; F. DIMUNDO, (nt. 12), 13; M. LIBERTINI, (nt. 12), 253; G. OPPO, (nt. 12), 63; G. MIGNONE, (nt. 12), 337; S. PERUGINO, (nt. 12), 946; COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Massima H.J.1.*, (nt. 13); M. CIAN, (nt. 12), 63, 68; G. GIANNELLI, (nt. 13), 177 nt. 38; A. POMELLI, (nt. 13), 535; M. LIBERTINI, A. MIRONI, P.M. SANFILIPPO, (nt. 13), 227 s., 230, secondo i quali l’orientamento avverso sarebbe frutto di preoccupazioni di carattere astratto, volte a salvaguardare la tesi di principio per cui in assemblea potrebbero esprimere il voto solamente i soci, che sembrerebbero oramai superate dal sistema; S. LUONI, (nt. 12), 351; E. PEDERZINI, (nt. 12), 559; A. BARTOLACELLI, (nt. 13), 254, 258, nt. 241; A. VALZER, (nt. 12), 278 ss., 283, 287, per il quale «se si può ammettere che vi sia una ben precisa *ratio* sottesa alla scelta legislativa di consentire l’attribuzione del diritto di voto agli strumenti finanziari solo per argomenti specifici, precludendo, quindi, un concorso generale in tutte le possibili materie che invocano il coinvolgimento della compagine sociale nelle dinamiche di funzionamento dell’organizzazione; ebbene non sembrano ricorrere particolari esigenze, pratiche o di principio, idonee a fondare e giustificare la “ghettizzazione” del capitale finanziario nel procedimento di formazione della volontà assembleare in quelle stesse (specifiche) materie nelle quali questo sia statutariamente ammesso ad esprimersi»; R. LENER, (nt. 12), 486 s.; F. INNOCENTI, (nt. 12), 286.

¹⁵ L. ENRIQUES, (nt. 12), 179 s.; R. LENER, (nt. 12), 486; F. INNOCENTI, (nt. 12), 282.

¹⁶ F. MAGLIULO, (nt. 12), 58; S. LUONI, (nt. 12), 351. Seppur in senso dubitativo, così pare anche L. ENRIQUES, (nt. 12), 180; F. INNOCENTI, (nt. 12), 287.

¹⁷ E. PEDERZINI, (nt. 12), 558 s.; A. VALZER, (nt. 12), 283 s.; F. INNOCENTI, (nt. 12), 286, testo e nt. 236, dove l’Autrice evidenzia come anche gli artt. 2368 e 2369 siano stati modificati in tal senso: la prima norma non prevede più (come nella versione precedente al d. lgs. 27/2010) che l’assemblea sia regolarmente costituita «con

La tesi della partecipazione ad un'unica assemblea sarebbe peraltro in linea con quanto stabilito in tema di strumenti finanziari delle società cooperative all'art. 2541¹⁸ e all'art. 2526¹⁹. Quest'ultima disposizione, in particolare, prevede al primo comma la possibilità per la cooperativa di emettere strumenti finanziari «secondo la disciplina prevista per le società per azioni» e successivamente, al secondo comma, sottintende la partecipazione degli strumentisti alla medesima assemblea dei soci cooperatori.

Ulteriori argomenti vengono tratti dalla disciplina dell'intermediazione finanziaria. L'art. 106, comma 3-*bis*, t.u.f., sembra presupporre che il diritto di voto di azionisti e strumentisti insista sulla medesima assemblea, giacché fa riferimento alla «detenzione congiunta di azioni e strumenti finanziari con diritto di voto sugli argomenti indicati nell'art. 105 [ossia nomina o revoca o responsabilità degli amministratori o del consiglio di sorveglianza, *n.d.a.*], in misura tale da attribuire un potere complessivo di voto equivalente a quella di chi detenga la partecipazione indicata nei commi 1, 1-*bis* e 1-*ter*»²⁰. Il presupposto troverebbe poi riscontro nell'art. 1, comma 381, della l. 266/05 (Legge Finanziaria 2006), il quale menziona espressamente «strumenti finanziari partecipativi muniti di diritti di voto nell'assemblea ordinaria e straordinaria»²¹.

A sostegno di questa tesi sono stati proposti anche argomenti di ordine sistematico.

Si è infatti autorevolmente sostenuto che l'ammissione degli strumentisti all'assemblea generale risponderebbe ad una precisa scelta di politica legislativa: il legislatore avrebbe voluto rafforzare l'attrattività delle imprese societarie riconoscendo la possibilità di conferire

l'intervento di tanti soci che rappresentano almeno la metà del capitale sociale», ma che lo sia «quando è rappresentato» almeno la metà del capitale sociale; la seconda norma, invece, in tema di seconda convocazione o di convocazioni successive non prevede più «se i soci partecipanti all'assemblea non rappresentano la parte richiesta dall'articolo precedente», ma «se all'assemblea non è complessivamente rappresentata [...]».

¹⁸ S. PERUGINO, (nt. 12), 946, il quale tuttavia non argomenta la rilevanza sistematica della norma citata.

¹⁹ M. DE ACUTIS, (nt. 13), 264; G. OPPO, (nt. 12), 63; F. MAGLIULO, (nt. 12), 58; L. ENRIQUES, (nt. 12), 180; M. LIBERTINI, A. MIRONE, P.M. SANFILIPPO, (nt. 13), 228; S. LUONI, (nt. 12), 352; R. LENER, (nt. 12), 486; F. INNOCENTI, (nt. 12), 287.

²⁰ L. ENRIQUES, (nt. 12), 180. La conclusione parrebbe confortata anche dalla sintesi di talune norme definitorie contenute sempre nel t.u.f.: a norma dell'art. 105, «per partecipazione si intende una quota, detenuta anche indirettamente per il tramite di fiduciari o per interposta persona, dei titoli emessi da una società di cui al comma 1 che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza»; a norma dell'art. 101-*bis* t.u.f., «per "titoli" si intendono gli strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria o straordinaria»; infine, ai sensi della Sezione C dell'Allegato I al t.u.f. (cui rinvia l'art. 1, comma 2, t.u.f.), per «strumenti finanziari» s'intendono, tra l'altro, i «valori mobiliari», definiti dall'art. 1, comma 1-*bis* comprendendo anzitutto (lett. a) «azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società» nonché «obbligazioni e altri titoli di debito»; tra tali «altri titoli equivalenti ad azioni di società» paiono potersi ricomprendere anche gli strumenti finanziari partecipativi. Se dunque il legislatore ha ritenuto di definire la «partecipazione» come «una quota di titoli», usando quindi una nozione più ampia di «una quota di azioni», potrebbe supporre che sottintendesse la possibile presenza di altri strumenti finanziari diversi dalle azioni ma parimenti dotati del «diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria o straordinaria» ed in specie dotati del diritto di voto in ordine a «nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza». In questo senso anche F. INNOCENTI, (nt. 12), 288 s.

²¹ M. LIBERTINI, A. MIRONE, P.M. SANFILIPPO, (nt. 13), 228; A. BARTOLACELLI, (nt. 13), 255.

posizioni appetibili a chi dia apporti importanti, ma non qualificabili come conferimento in senso tecnico²².

Lo stesso principio di supremazia degli azionisti (presupposto dall'esclusione del voto generalizzato in capo agli strumentisti) deporrebbe nel senso della tesi qui considerata, in quanto renderebbe intollerabile che categorie di investitori diverse dagli azionisti possano porre un veto su una decisione assunta dalla maggioranza dei soci. L'aggregazione del consenso necessario all'adozione di una delibera potrebbe quindi solo venire complicata dalla presenza di altri aventi diritto al voto, ma rimarrebbe inaccettabile che costoro, senza partecipare al capitale sociale e prescindendo del tutto dalle proporzioni del loro apporto, divengano in grado di neutralizzare autonomamente una positiva volontà degli azionisti²³. Poco pertinente risulterebbe d'altronde ogni richiamo all'assemblea speciale dell'art. 2376: questa avrebbe infatti una competenza precisa e limitata dal legislatore all'approvazione di delibere pregiudizievole per la categoria, costituendo null'altro che la trasposizione entro la realtà organizzativa-societaria della regola del mutuo consenso necessario alla modifica del rapporto contrattuale²⁴. Si applicherebbe perciò solo nel caso in cui una certa deliberazione, vi partecipino o meno gli strumentisti, risulti pregiudizievole per i loro diritti²⁵.

La soluzione dell'unicità dell'assemblea si lascerebbe preferire anche sotto il profilo pratico: essa assicurerebbe infatti la contestualità del consenso, l'informazione e la reciproca, possibile, influenza fra i portatori delle diverse opinioni²⁶. La soluzione di limitare il voto alla

²² M. LIBERTINI, (nt. 12), 253, ad opinione del quale, oltretutto, «sarebbe incoerente che, di fronte alla possibilità espressa nella legge, di attribuire ai portatori di strumenti finanziari potere di nominare un amministratore, poi fossero inammissibili delle clausole che attribuiscono invece il diritto di voto su determinate materie».

²³ M. DE ACUTIS, (nt. 13), 264; M. CIAN, (nt. 12), 75 ss., 85; M. LIBERTINI, A. MIRONE, P.M. SANFILIPPO, (nt. 13), 228; A. BARTOLACELLI, (nt. 13), 258, il quale, in testo, reputa la tesi dell'attribuzione agli strumentisti di un mero potere di veto «fuorviante, del tutto estranea alle intenzioni stesse del relatore del disegno legislativo ed immotivatamente penalizzante nei confronti dei soci della società e del peso da loro assunto all'interno dell'organizzazione della stessa»; e, alla nt. 240, precisa: «oltre che, si potrebbe asserire, del medesimo titolare di strumenti finanziari partecipativi singolarmente inteso, dovendosi ravvisare in tale soluzione una valorizzazione massima del voto dei titolari di strumenti partecipativi, ma solo nel loro complesso intesi, e dunque, in definitiva, solo nella maggioranza di essi». In quest'ordine di idee anche F. DIMUNDO, (nt. 12), 13; A. VALZER, (nt. 12), 279.

²⁴ F. DIMUNDO, (nt. 12), 13; F. MAGLIULO, (nt. 12), 58; M. CIAN, (nt. 12), 75; D. PASTORE, (nt. 12), 1050; A. VALZER, (nt. 12), 278 s.; F. INNOCENTI, (nt. 12), 281. L'orientamento che colloca l'espressione del diritto di voto nelle assemblee separate potrebbe inoltre creare un problema di sovrapposizione dell'art. 2351, quinto comma, con l'art. 2376. Gli argomenti (diversi dalla nomina delle cariche sociali) sui quali potrebbe essere riconosciuto un diritto di voto agli strumentisti rischierebbero infatti di coincidere con quelli già rientranti nella loro competenza in base all'art. 2376, almeno laddove si offrisse un'interpretazione estensiva di detta disposizione. In altri termini, la tesi della necessaria separazione delle assemblee sembrerebbe far dipendere l'ambito di applicazione dell'art. 2351, quinto comma, semplicemente dall'ampiezza dell'interpretazione della nozione di «pregiudizio» rilevante per l'operatività della tutela legale. Uno spunto in questo senso pare ravvisabile anche in G. OPPO, (nt. 12), 63, e R. LENER, (nt. 12), 486, il quale osserva: «il voto nell'assemblea speciale non avrebbe ragione di essere espressamente attribuito, considerata la previsione dell'art. 2376 c.c. Ancora, il voto nell'assemblea speciale, avendo funzioni di tutela dei diritti di categoria, non potrebbe certo essere limitato ad «argomenti specificamente indicati»».

²⁵ G. MIGNONE, (nt. 12), 337; M. LIBERTINI, (nt. 12), 253; F. MAGLIULO, (nt. 12), 58; M. CIAN, (nt. 12), 76; A. VALZER, (nt. 12), 279 nt. 274.

²⁶ G. MIGNONE, (nt. 12), 336 s., ad avviso del quale «sarebbe un diritto di voto sminuito quello che fosse assegnato privo della possibilità di partecipare alla discussione sull'argomento in merito al quale si deve decidere».

sola sede dell'assemblea speciale contrasterebbe inoltre con ragioni di opportunità e risparmio di risorse (e quindi di efficienza), oltretutto con il principio della formazione della volontà assembleare²⁷.

Per tutte queste ragioni, la riforma del 2003 avrebbe introdotto la possibilità di coinvolgere investitori non soci in un unico processo deliberativo, nell'ambito di un organo composto da diversi soggetti a vario titolo legittimati²⁸: l'art. 2351, quinto comma, avrebbe quindi previsto il diritto degli strumentisti a partecipare al voto in merito ad uno o più argomenti²⁹, purché di numero contenuto e di interesse comune³⁰, analogamente agli azionisti a voto limitato³¹.

All'interno dell'orientamento in esame vi sono tuttavia punti di divergenza per quanto riguarda la nomina, da parte degli strumentisti, di membri degli organi di amministrazione o di controllo: secondo alcuni, infatti, anche la nomina di componenti dell'organo di amministrazione o di controllo dovrebbe avvenire nell'assemblea comune³²; secondo altri, invece, la disposizione del quinto comma dell'art. 2351 individuerrebbe una fattispecie derogatoria alla regola generale, consentendo di riservare ai titolari di strumenti finanziari

Anche osservando la questione da un punto di vista diverso da quello dei portatori degli strumenti, lo stesso ruolo dell'assemblea ne risulterebbe mortificato»; A. VALZER, (nt. 12), 283; F. INNOCENTI, (nt. 12), 286.

²⁷ G. MIGNONE, (nt. 12), 336, testo e nt. 17, dove l'Autore osserva come, diversamente opinando, per ogni argomento l'assemblea generale dovrebbe coordinare la propria attività con quella dell'assemblea speciale, per cui la prima dovrebbe deliberare e poi attendere ogni volta l'esito della decisione di quella speciale, anche quando non si tratti affatto della possibile compromissione di diritti di categoria. Conf. F. INNOCENTI, (nt. 12), 281 e 286, secondo la quale la necessità di un'approvazione di un'assemblea separata finirebbe per alterare il principio plutocratico che anima la società azionaria, paralizzando i lavori assembleari e vanificando altresì l'esigenza di speditezza che pervade la disciplina del procedimento assembleare. Aggiunge M. DE ACUTIS, (nt. 13), 264, che non si comprenderebbe come potrebbero essere "pesati" i voti esercitati dai possessori degli strumenti finanziari partecipativi in assemblea separata, rispetto ai voti espressi dai soci nell'assemblea generale.

²⁸ G. MIGNONE, (nt. 12), 337; M. CIAN, (nt. 12), 55, 77, 82, il quale peraltro precisa (83 ss., 93 s.) che non necessariamente la sede dove gli strumentisti possono esercitare il proprio diritto di voto deve coincidere, fisicamente, con l'assemblea generale degli azionisti: in alternativa, infatti, potrebbe procedersi sia alla raccolta separata di delle relative dichiarazioni (quale modalità esclusiva ovvero facoltà dell'investitore), sia alla raccolta dei voti nel contesto di una riunione del gruppo; a condizione, in quest'ultimo caso, che ciò non comporti la potenziale paralisi dell'attività assembleare (come accadrebbe se si subordinasse la legittima costituzione dell'organo al preventivo ed effettivo svolgimento dei lavori da parte dell'assemblea di categoria); con la conseguenza che l'utilità di un tale consesso – che non si concluderebbe con la proclamazione dell'approvazione o del rigetto della proposta, ma con la mera quantificazione delle adesioni e dei dissensi rispetto ad essa – si restringerebbe, di fatto, all'opportunità di favorire un'occasione di discussione riservata ai componenti del gruppo, in vista del migliore soddisfacimento dei relativi interessi particolari; A. BARTOLACELLI, (nt. 13), 258 s.; A. VALZER, (nt. 12), 283.

²⁹ G. MIGNONE, (nt. 12), 336; A. VALZER, (nt. 12), 287.

³⁰ G. OPPO, (nt. 12), 63.

³¹ A. PISANI MASSAMORMILE, (nt. 12), 1298; G. MIGNONE, (nt. 12), 337; E. PEDERZINI, (nt. 12), 559.

³² F. DIMUNDO, (nt. 12), 13; G. MIGNONE, (nt. 12), 337, secondo il quale l'elezione dei partecipanti agli organi sociali al di fuori dell'assemblea (benché ammessa, per necessità, nel caso particolare in cui spetti allo Stato o ad enti pubblici, ai sensi degli artt. 2449-2450 c.c.) contrasterebbe con gli orientamenti tradizionali della dottrina e della giurisprudenza, le quali, in materia di nomina tanto degli amministratori quanto dei sindaci, non ammettono si possa derogare al principio dell'unitarietà dell'organo assembleare ed escludono perciò la possibilità di votazioni separate; R. LENER, (nt. 12), 486. V. inoltre, seppur in senso dubitativo, anche L. ENRIQUES, (nt. 12), 179 s.

partecipativi un potere di nomina extrassembleare³³; secondo altri ancora, infine, il diritto di esprimersi sulla nomina potrebbe essere esercitato alternativamente nell'assemblea generale ovvero in un'assemblea separata, a seconda di quanto liberamente stabilito dallo statuto³⁴.

4. *Le modalità di funzionamento dell'assemblea "comune".*

Le tesi esposte nei precedenti due paragrafi pone l'ulteriore problema relativo al funzionamento dell'assemblea cui partecipino contemporaneamente azionisti e strumentisti.

È anzitutto evidente la necessità che lo statuto stabilisca i criteri di attribuzione del voto ai titolari di strumenti finanziari partecipativi, e quindi il loro peso in assemblea³⁵. In via suppletiva, per il caso in cui lo statuto nulla disponga al riguardo, si è suggerito che il voto venga riconosciuto sulla base del valore nominale della singola azione, il quale, di fatto, riacquisterebbe così una centralità dal punto di vista della "misura" della partecipazione che gli è propria³⁶.

Problema immediatamente successivo è quale possa essere il peso degli strumentisti nella singola deliberazione; se vi siano cioè limiti al numero di voti loro attribuibili.

Parte della dottrina ritiene debba ricavarsi in via interpretativa un tetto massimo di voti, per evitare che questa categoria si sostituisca agli azionisti nella determinazione delle linee di gestione generale della società. Alcuni rinvergono questo tetto nella soglia del trenta per cento cui il legislatore, stabilendo i presupposti dell'o.p.a. obbligatoria, avrebbe collegato una presunzione di controllo³⁷. Altri ritengono sufficiente che il potere di voto degli strumentisti sugli argomenti specificamente indicati non sia complessivamente superiore a quello

³³ M. DE ACUTIS, (nt. 13), 264; F. MAGLIULO, (nt. 12), 57 s., il quale peraltro evidenzia come nella relazione al d. lgs. 6/2003, par. 3, punto 4, la nomina degli organi di governo e di controllo fosse il solo argomento, tra le varie materie, per il quale veniva espressamente previsto l'esercizio del voto in un'assemblea separata; M. CIAN, (nt. 12), 55 s., 65, 106; D. PASTORE, (nt. 12), 1052; S. LUONI, (nt. 12), 356, 369; A. BARTOLACELLI, (nt. 13), 262 ss.

³⁴ A. PISANI MASSAMORMILE, (nt. 12), 1299; A. LOLLI, (nt. 13), 207.

³⁵ COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Massima H.J.1.*, (nt. 13). In dottrina, F. MAGLIULO, (nt. 12), 58 s., il quale evidenzia come la necessità di stabilire i suddetti criteri nasca dal fatto che non necessariamente la riserva cui sono imputati gli apporti effettuati dagli strumentisti verrà divisa in termini omogenei rispetto alla suddivisione del capitale sociale (ad es., si potrebbe avere un capitale sociale di euro 1.000.000 diviso in 1.000.000 di azioni da euro 1 ciascuna e un monte di strumenti finanziari di complessivi euro 1.000.000 diviso in 500.000 titoli da euro 2 ciascuno), sicché il diritto di voto relativo agli strumenti finanziari potrebbe avere un peso maggiore o minore in base alle disposizioni statutarie; G. OPPO, (nt. 12), 63; M. LIBERTINI, A. MIRONE, P.M. SANFILIPPO, (nt. 13), 228; D. PASTORE, (nt. 12), 1050; A. VALZER, (nt. 12), 285; R. LENER, (nt. 12), 487; F. INNOCENTI, (nt. 12), 283 nt. 228.

³⁶ A. BARTOLACELLI, (nt. 13), 259, per il quale in questo modo si otterrebbe il risultato per cui il "prezzo" (con tale definizione intendendosi il sinallagma corrispondente all'attribuzione di un diritto di voto all'interno della società) del singolo voto non sarebbe variabile a seconda che esso consegua alla titolarità di un'azione piuttosto che di uno strumento finanziario partecipativo ed esso corrisponderebbe dunque al valore nominale della singola partecipazione azionaria. Secondo F. INNOCENTI, (nt. 12), 295, testo e nt. 260, invece, si dovrebbe «attribuire agli strumenti finanziari partecipativi un valore nominale, il quale potrà anche essere diverso rispetto a quello delle azioni (operandosi, in questo caso, il relativo rapporto), al quale dovrebbe corrispondere un voto, cosicché negli specifici argomenti indicati dallo statuto a norma dell'art. 2351, ultimo comma, i voti del capitale azionario dovrebbero sommarsi con quelli del capitale non azionario al quale corrisponderà un voto, che dovrà essere rapportato a quello delle azioni con la fissazione del relativo peso».

³⁷ A. BARTOLACELLI, (nt. 13), 260 s., testo e nt. 251, dove l'Autore specifica che, in presenza di più categorie di strumenti finanziari partecipativi, il rispetto del limite sopra detto andrà verificato avendo riguardo al numero di voti attribuiti, nell'insieme, a tutte le categorie di strumenti finanziari.

spettante agli azionisti³⁸. Altri sostengono invece che i voti non solo devono essere necessariamente inferiori a quelli di pertinenza degli azionisti, ma non possono neppure superare le percentuali idonee a bloccare le decisioni assembleari da adottare con quozienti rafforzati³⁹. Altri ancora reputano estendibile analogicamente il limite stabilito all'art. 2526, secondo comma, ultimo periodo, per cui i voti spettanti agli strumentisti non potrebbero eccedere la misura di «un terzo dei voti spettanti all'insieme dei soci presenti ovvero rappresentati» in assemblea generale⁴⁰. Altri, infine, ritengono applicabile analogicamente l'art. 2351, secondo comma, sicché il numero di voti accordati ai titolari di strumenti finanziari partecipativi non potrebbe superare quello spettante alla metà del capitale sociale⁴¹.

Una diversa impostazione ritiene che lo statuto possa liberamente determinare il peso degli strumentisti nel processo decisionale⁴², riconoscendo loro un numero di voti financo maggiore di quello degli azionisti data l'assenza (a differenza di quanto concerne le cooperative) di espresse disposizioni di segno contrario⁴³.

È inoltre controverso come debbano calcolarsi i quozienti costitutivi e deliberativi dell'ipotetica assemblea comune.

Muovendo dai quozienti costitutivi, per una prima tesi le regole di determinazione dei quozienti costitutivi non subirebbero alterazioni, dovendosi continuare a calcolarli sempre e soltanto sul capitale sociale: ciò sia perché risulterebbe altrimenti difficile rinvenire un criterio capace di integrare, nel conteggio, le posizioni delle due categorie di soggetti intervenienti, sia perché la presenza dell'aliquota di capitale sociale azionario richiesta dalla legge servirebbe ad assicurare in capo ai soci la conservazione di quella sovranità sull'assemblea che l'ordinamento societario imporrebbe⁴⁴. Per un diverso orientamento, invece, i quozienti per

³⁸ A. POMELLI, (nt. 13), 537.

³⁹ M. CIAN, (nt. 12), 75 s., secondo cui il riferimento sarebbe, in particolare, alle materie rientranti nella competenza dell'assemblea straordinaria, ove la società faccia ricorso al mercato del capitale di rischio, rispetto alle quali i terzi potranno beneficiare di un numero di voti al più pari a un terzo di quelli spettanti, sulla medesima materia, al capitale sociale, alla luce di quanto disposto dall'art. 2368, secondo comma, secondo periodo (analoga considerazione varrebbe qualora, in una società che non fa ricorso al mercato del capitale di rischio, lo statuto elevi comunque il quoziente deliberativo richiesto dall'art. 2368).

⁴⁰ M. LIBERTINI, A. MIRONE, P.M. SANFILIPPO, (nt. 13), 229. In senso contrario, osservando come il limite in discorso sia stato previsto esclusivamente in riferimento alle cooperative al fine di conservare la sovranità sull'ente in capo a coloro che usufruiscono della sua vocazione mutualistica, F. MAGLIULO, (nt. 12), 59, e M. CIAN, (nt. 12), 72 s.

⁴¹ In questi termini F. INNOCENTI, (nt. 12), 295, testo e nt. 261.

⁴² COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Massima H.J.1.*, (nt. 13). In questo senso paiono orientati, se ben s'intende, anche F. MAGLIULO, (nt. 12), 59, A. VALZER, (nt. 12), 287 e R. LENER, (nt. 12), 487.

⁴³ S. LUONI, (nt. 12), 345, 349, ad avviso del quale il combinato disposto degli artt. 2346 e 2351 non permetterebbe di ricavare un principio generale di necessario controllo, da parte dei soci, dell'assemblea anche con riferimento alle specifiche materie per le quali è attribuito il diritto di voto ai possessori di strumenti finanziari: l'art. 2351, secondo comma, infatti, ignorerebbe del tutto questi ultimi, benché vengano regolamentati nel medesimo articolo; tale norma prescriverebbe pertanto una necessaria correlazione tra potere e rischio solo relativamente all'assemblea generale (e non alle singole materie), evitando che la società possa essere governata da una minoranza di soci il cui potere di controllo non sia commisurato al capitale realmente investito. Si veda anche la riflessione dubitativamente svolta in tal senso da A. POMELLI, (nt. 13), 536 s.

⁴⁴ M. CIAN, (nt. 12), 90, secondo cui la presenza dei titolari di strumenti finanziari non potrebbe surrogare l'assenza degli azionisti; quindi, nell'assemblea ordinaria in seconda convocazione sarebbe comunque necessaria la presenza di almeno un azionista.

la regolare costituzione dell'assemblea non dovrebbero più riferirsi esclusivamente al capitale sociale, ma andrebbero correlati alla somma dei voti attribuiti sul singolo argomento alle diverse categorie di investitori⁴⁵. Una terza tesi ritiene infine che i metodi di formazione dei quozienti costitutivi siano materia da rimettere interamente all'autonomia statutaria⁴⁶.

Quanto ai quozienti deliberativi, si è sostenuto in dottrina che il numeratore è composto dalla somma delle dichiarazioni dell'una e dell'altra categoria di investitori, mentre il denominatore coincide con il numero di voti esprimibili sull'argomento dai diversi partecipanti all'adunanza⁴⁷. Non manca però chi pare propenso a riconoscere all'autonomia statutaria massima libertà nella definizione dei quozienti deliberativi applicabili a votazioni cui partecipano sia azionisti sia strumentisti⁴⁸.

Ci si è inoltre interrogati sulla possibilità di introdurre sottoquozienti costitutivi e deliberativi specificamente riferiti alla presenza di portatori di strumenti finanziari.

Con riguardo a sottoquozienti costitutivi riferiti agli strumentisti, vi è, da un lato, chi si è espresso favorevolmente in proposito ma circoscrivendo simile facoltà alle sole materie rispetto alle quali sia legittimo l'innalzamento del quoziente concernente il capitale azionario

⁴⁵ S. LUONI, (nt. 12), 354, il quale così si esprime: «ai fini assembleari, insomma, non sussistono differenze tra voti attribuiti alle azioni o agli strumenti finanziari. È quindi possibile che l'assemblea, sia in prima che in seconda convocazione, ed a prescindere dall'appartenenza dell'argomento all'ordine del giorno tra quelli enunciati all'art. 2369, 4° co., c.c., sia composta esclusivamente dai possessori dei secondi: e che anche la delibera sia raggiunta con il loro voto favorevole»; A. BARTOLACELLI, (nt. 13), 261; A. VALZER, (nt. 12), 287 s.; F. INNOCENTI, (nt. 12), 291 s., testo e nt. 247. A questa impostazione pare debba ricondursi anche COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Massima n. H.J.2. – Quorum assembleari e strumenti finanziari*, 1^a pubbl. 9/04, <http://www.notaitriveneto.it/dettaglio-massime-triveneto-62-spa-strumenti-finanziari.html#inizio>, secondo cui deve darsi conto della presenza degli strumentisti ai fini della regolare costituzione di un'assemblea totalitaria chiamata a deliberare su argomenti rispetto ai quali questi abbiano diritto di voto: così opinando, evidentemente, pare implicitamente ammettere che dei voti assegnati mediante strumenti finanziari partecipativi debba tenersi conto nella base di calcolo dei quozienti costitutivi delle assemblee cui partecipino assieme azionisti e strumentisti.

⁴⁶ F. MAGLIULO, (nt. 12), 58. Cfr. anche D. PASTORE, (nt. 12), 1050, per il quale spetta innanzi tutto allo statuto stabilire il "peso" dei voti spettanti agli strumenti finanziari al fine di calcolare i *quorum* costitutivi e deliberativi, mentre in via residuale si potrebbe ipotizzare di patrimonializzare gli apporti degli strumentisti e prevedere che i quozienti delle assemblee in cui hanno il diritto di voto vadano calcolati, oltre che sulle quote di capitale per i soci, anche sull'apporto totale di tali soggetti.

⁴⁷ M. CIAN, (nt. 12), 95, il quale precisa inoltre che quando la maggioranza deve essere determinata in ragione dell'intero capitale (art. 2368, secondo comma, primo periodo), andrebbero aggiunti ai voti spettanti agli azionisti quelli di pertinenza dei possessori degli strumenti finanziari, complessivamente considerati. L'Autore (*ivi*, nt. 182) evidenzia come i meccanismi di conteggio si complichino allorché lo statuto fissi (per i soci, gli strumentisti o per entrambi) un limite al numero massimo dei voti esercitabili, o disponga scaglionamenti ai sensi dell'art. 2351, terzo comma. L'adattamento sarebbe necessario indipendentemente dal fatto che siano coinvolti investitori non soci: quando il quoziente è rapportato al capitale rappresentato in assemblea, il denominatore dovrebbe essere determinato in ragione dei voti effettivamente esperibili, sottraendo al capitale, cioè, la parte non rappresentativa, nella sostanza, di partecipazioni con diritto di voto; perché – prosegue l'Autore – si potrebbe altrimenti giungere alla paradossale situazione dell'impossibilità, per l'assemblea, pur regolarmente operante, di approvare qualsivoglia proposta (cioè nel caso in cui partecipino i soci, titolari ciascuno di un numero di azioni doppio rispetto al numero massimo dei voti esercitabili da ognuno: neppure l'unanimità dei consensi consentirebbe di reputare raggiunta la maggioranza semplice necessaria). Per analoghe ragioni, quando il quoziente è determinato in funzione del capitale sociale complessivo, sarebbe necessario depurarlo della parte, rappresentata in assemblea, ma cui, nella sostanza, non corrisponde il diritto di voto. Si esprime favorevolmente a porre a base del quoziente deliberativo il numero di voti esercitabili sullo specifico argomento da azionisti e strumentisti anche F. INNOCENTI, (nt. 12), 291 s., testo e nt. 247.

⁴⁸ F. MAGLIULO, (nt. 12), 58; D. PASTORE, (nt. 12), 1050.

e, in ogni caso, limitatamente alla prima convocazione⁴⁹; dall'altro, vi è chi pare non ravvisare limiti all'autonomia statutaria neppure sotto questo profilo⁵⁰.

Quanto alla possibilità di definire sottoquozienti deliberativi riferiti agli strumentisti, autorevole dottrina si è espressa negativamente⁵¹. Questa posizione è tuttavia avversata da quanti riconoscono all'autonomia statutaria massima libertà nello stabilire quozienti (anche) deliberativi differenziati per azionisti e titolari di strumenti finanziari partecipativi⁵².

5. *Riflessioni sulla declinazione del principio di supremazia degli azionisti: proposta di una ricostruzione alternativa.*

Nel paragrafo introduttivo si è fatto cenno al principio di supremazia degli azionisti. La rassegna sin qui condotta evidenzia l'esistenza di differenti interpretazioni di detto principio, a ciascuna delle quali corrisponde una diversa ricostruzione del (possibile) ruolo degli strumentisti all'interno del governo societario⁵³. Più in particolare, il principio di supremazia sembra inteso in tre accezioni.

Una prima interpretazione⁵⁴ è quella per cui la volontà della categoria degli azionisti (formata secondo maggioranze conformi ai quozienti statuari o legali previsti in ragione dei vari argomenti) dovrebbe essere sempre necessaria per l'adozione di ogni delibera. A questa prima interpretazione corrisponde una prima ricostruzione del ruolo degli strumentisti: sarebbero titolari di un mero potere di veto su talune delibere assembleari o consiliari, oltre ad un eventuale diritto di nomina di alcune cariche sociali.

Una seconda interpretazione⁵⁵ è quella per cui le decisioni dei soci non potrebbero mai essere neutralizzate dagli strumentisti, i quali non potrebbero mai disporre di alcun diritto di veto. A questa seconda interpretazione corrisponde una seconda ricostruzione del ruolo degli strumentisti: il loro ingresso nel processo decisionale amplierebbe la base di calcolo dei quozienti deliberativi.

Una terza interpretazione⁵⁶ è quella per cui gli azionisti dovrebbero sì mantenere un peso maggiore, ma non necessariamente su ogni singola deliberazione, quanto piuttosto sul governo societario nel suo complesso. A questa terza interpretazione consegue una terza ricostruzione del ruolo degli strumentisti: all'interno dell'assemblea generale, potrebbero vantare un peso decisionale liberamente determinato dallo statuto ed eventualmente anche

⁴⁹ M. CIAN, (nt. 12), 90 s. Solleva il tema della garanzia di funzionamento dell'assemblea ordinaria in seconda convocazione anche A. LOLLI, (nt. 13), 210.

⁵⁰ F. MAGLIULO, (nt. 12), 59.

⁵¹ M. CIAN, (nt. 12), 91; F. INNOCENTI, (nt. 12), 290 nt. 245.

⁵² F. MAGLIULO, (nt. 12), 59.

⁵³ Per un'altra ricostruzione delle diverse tesi proposte in argomento, si veda A. COLAVOLPE, *Azioni e altri strumenti finanziari partecipativi nella s.p.a.*, Milano, Giuffrè, 2010, 26 s.

⁵⁴ Accolta da tutti gli autori aderenti all'orientamento riferito al secondo paragrafo di questo scritto e citati alla nota 2.

⁵⁵ Si vedano in particolare gli autori sopra citati alla nota 23.

⁵⁶ Come visto, proposta da S. LUONI, (nt. 12), 345, 349, v. nota 43. A tale orientamento parrebbe potersi ricondurre anche A. VALZER, (nt. 12), 287, secondo il quale «invero, che la “sovrانيتà” debba rimanere in capo agli azionisti è già garantito dal fatto che il capitale finanziario non possa far sentire il suo peso se non su specifici argomenti, predefiniti in statuto».

maggiore di quello degli azionisti, purché la loro partecipazione sia circoscritta ad alcuni argomenti.

Questa terza interpretazione è particolarmente interessante e, a ben vedere, consente di ipotizzare una quarta ricostruzione del ruolo (e quindi del peso) degli strumentisti. Infatti, se si condivide l'orientamento secondo cui il divieto di voto nell'assemblea generale degli azionisti deve intendersi come divieto di una partecipazione generalizzata degli strumentisti, e si condivide altresì l'affermazione secondo cui il principio di supremazia va rispettato non tanto in relazione ad ogni singola decisione, quanto in relazione al governo societario nel suo complesso, si potrebbe giungere a sostenere che, rispetto ad una specifica deliberazione, l'autonomia statutaria sia tendenzialmente libera di stabilire quale ruolo (e quindi quale peso) possano avere gli strumentisti. La validità di una simile soluzione è però da verificare. Pare dunque corretto muovere da un esame delle singole disposizioni sugli strumenti finanziari partecipativi ed inferire il contenuto del principio di supremazia degli azionisti da ciò che dette disposizioni dicono e da ciò che le stesse, invece, non dicono. Solo al termine di questo esame potrà riscontrarsi se il dato normativo supporti la ricostruzione appena ipotizzata.

Il punto di partenza deve essere la constatazione che le norme non dicono nulla di specifico riguardo agli argomenti su cui gli strumentisti possono avere diritto di voto (fatta eccezione per la nomina degli organi sociali e per le approvazioni previste dagli artt. 2376 e 2506-ter, quarto comma): le norme, in altre parole, non prestabiliscono rigidamente quali argomenti siano accessibili agli strumentisti e quali, al contrario, restino loro sicuramente preclusi⁵⁷. Due limiti paiono tuttavia impliciti. Anzitutto, l'art. 2380-bis, nel riservare la gestione dell'impresa societaria all'organo amministrativo, pare sancire una regola generale operante nei confronti di ogni categoria di investitori; ne consegue che resta preclusa l'attribuzione agli strumentisti di competenze ulteriori rispetto a quelle degli azionisti, le quali rappresentano pertanto un limite all'autonomia statutaria sul punto⁵⁸. In secondo luogo, la liceità dell'attribuzione del diritto di voto ad una determinata categoria di strumenti finanziari partecipativi pare dover essere subordinata alla sussistenza di un concreto interesse dei loro portatori ad esprimersi sull'argomento, apprezzabile anzitutto in virtù dei diritti patrimoniali agli stessi spettanti⁵⁹. In sintesi, pare che per la legge gli strumentisti possano accedere a tutti

⁵⁷ Appare del resto difficile stabilire se vi siano argomenti ontologicamente incompatibili con un coinvolgimento degli strumentisti, poiché il dato normativo, seppur vago, è costruito proprio in termini di estensione a questi ultimi di quelle che sono le prerogative amministrative degli azionisti.

⁵⁸ M. CIAN, *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella «nuova» s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G.F. Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, 1, Torino, Utet, 2006, 747. In senso contrario si pronuncia invece A. BARTOLACELLI, (nt. 13), 124 e 262, il quale dapprima (124) ritiene «possibile l'attribuzione ai titolari di strumenti finanziari partecipativi anche di diritti che non siano propriamente sociali», ossia di «situazione soggettive non tipicamente riconducibili alla qualità di socio», poi (262) riconosce «la possibilità che ai titolari di strumenti partecipativi sia riconosciuto il voto su argomenti che sfuggono alla competenza dei soci» (in particolare, potrebbe incorporarsi in uno strumento partecipativo un diritto di voto su argomenti che implicino modificazioni significative di talune anche rilevanti modalità esecutive delle attività sociali). Analoga deve intendersi l'apertura verso l'estensione ai titolari di strumenti finanziari partecipativi del potere di nominare dirigenti aziendali, essendo questa, a ben vedere, una competenza decisoria sconosciuta all'assemblea dei soci: così U. TOMBARI, (nt. 2), 154.

⁵⁹ M. CIAN, (nt. 12), 70. Similmente, evidenziando come la delibera debba riguardare anche gli interessi dei titolari di strumenti finanziari partecipativi, G. OPPO, (nt. 12), 63.

gli (ma soltanto agli) argomenti di competenza degli azionisti, a condizione che sia ravvisabile un loro concreto ed apprezzabile interesse rispetto alla singola decisione in cui vengono coinvolti.

Se poi si seguisse l'orientamento interpretativo⁶⁰ secondo cui il divieto di cui al sesto comma dell'art. 2346 si limita a precludere la creazione di strumenti finanziari con diritto di voto sulla totalità delle competenze assembleari, evitando quindi che possano assimilarsi agli azionisti a voto pieno, ne deriverebbe che la legge nulla prevede nemmeno in tema di luogo di esercizio di tale diritto. La scelta in merito potrebbe allora reputarsi rimessa all'autonomia statutaria. Se così fosse, questa sarebbe libera di "collocare" il voto degli strumentisti in un'assemblea separata ovvero nella stessa assemblea in cui votano gli azionisti⁶¹.

Qualora l'esercizio del voto venisse collocato in un'assemblea separata, la delibera assunta dalla categoria potrebbe avere ad oggetto l'approvazione della delibera dell'assemblea degli azionisti, consentendole quindi di porvi un veto⁶² ⁶³, oppure la nomina e la revoca⁶⁴ di

⁶⁰ V. sopra paragrafo 3, in particolare gli autori citati alla nota 14.

⁶¹ In questo senso gli autori richiamati sopra in nota 13.

⁶² Laddove fossero state emesse più categorie di strumenti finanziari partecipativi, potrebbe richiedersi tanto l'approvazione di tutte le categorie, quanto l'approvazione solo di un determinato numero delle stesse. Potrebbe, ad esempio, ritenersi sufficiente un'approvazione da parte della maggioranza (piuttosto che dei due terzi) delle categorie di strumenti finanziari partecipativi.

⁶³ Qualora il voto degli strumentisti venga collocato in un'assemblea separata, ci si deve chiedere se, rappresentando la possibilità per essi di porre un veto ad una delibera dell'assemblea, restino preclusi a simile costruzione gli argomenti indicati all'art. 2369, quarto comma. In questo senso si è pronunciata, come visto sopra, la dottrina prevalente: si vedano, oltre agli autori già citati alla superiore nota 9, anche L. ENRIQUES, (nt. 12), 181, e A. POMELLI, (nt. 13), 537. Cfr. tuttavia M. LIBERTINI, A. MIRONI, P.M. SANFILIPPO, (nt. 13), 229, secondo i quali i titolari di strumenti finanziari partecipativi, relativamente ai suddetti argomenti, non solo non potrebbero avere un potere di veto, ma non potrebbero neppure partecipare ad un'assemblea comune, insieme agli azionisti, vertente sugli stessi: la nomina dei membri loro riservati di organi sociali dovrebbe infatti avvenire necessariamente in modo separato (senza cioè poter concorrere insieme ai soci ad un'elezione comune), mentre la partecipazione alla votazione sul bilancio rimarrebbe loro radicalmente preclusa onde evitare che soggetti non soci possano, anche solo astrattamente, impedire la concreta adozione della delibera in questione da parte della maggioranza assembleare. Il tema, implicando una ricostruzione del significato e dello scopo dell'art. 2369, quarto comma, è troppo complesso ed ampio per essere adeguatamente trattato nel presente lavoro. Ci si limita pertanto a chiedersi se la soluzione del problema possa dipendere anche dalla lettura complessiva che si dà dell'intero sistema del governo societario. In altre parole, se il governo societario viene inteso come un dominio degli azionisti solo eccezionalmente aperto ad altre categorie di investitori, è del tutto coerente escludere che gli strumentisti possano essere chiamati a porre veti su delibere per le quali lo statuto non può nemmeno richiedere l'elevazione dei quozienti costitutivi o deliberativi degli azionisti. Laddove invece si assumesse una prospettiva diversa, ipotizzando come fisiologica la partecipazione di più categorie di investitori (cfr. F. INNOCENTI, (nt. 12), 309, la quale, benché a tutt'altro proposito, osserva come «l'investimento in strumenti finanziari partecipativi propizi una sorta di pluralismo nella gestione societaria»), allora ci si potrebbe domandare se la portata dell'art. 2369, quarto comma, possa essere relativizzata: detta norma potrebbe cioè intendersi nel senso di vietare clausole statutarie che subordinino l'adozione delle delibere ivi menzionate a soglie particolari di partecipazione e di consenso *all'interno della medesima categoria di investitori*; con la conseguenza che, qualora lo statuto richieda rispetto a tali argomenti il consenso di più categorie, il procedimento deliberativo possa anche complicarsi richiedendo l'approvazione di tutte o di alcune di esse, a condizione però che lo svolgimento di ciascuna assemblea di categoria rispetti il precetto dell'art. 2369, quarto comma. Per quanto riguarda tuttavia l'ipotesi di un potere degli strumentisti di approvare la delibera degli azionisti in tema di nomina degli organi sociali, v. *infra*, nota 73.

⁶⁴ Come si è già avuto modo di accennare (v. paragrafo 2, nota 11), è dibattuto in dottrina se l'assemblea separata nella quale gli strumentisti esercitano il loro diritto di nominare gli amministratori abbia competenza (o possa esserle riservata competenza) anche in ordine alla loro revoca. Secondo M. NOTARI, (A. GIANNELLI), (nt. 2), 105, lo statuto potrebbe riservare agli strumentisti il potere esclusivo di deliberare la revoca degli

componenti degli organi di amministrazione o controllo. In alternativa, la delibera autonomamente adottata dagli strumentisti in un'assemblea separata potrebbe semplicemente tradursi in un certo numero di voti da sommare a quelli espressi dagli azionisti nel rispettivo consesso: la delibera dell'assemblea separata andrebbe cioè a confluire nella deliberazione dell'assemblea degli azionisti sotto forma di un numero X di voti favorevoli o contrari, a seconda del risultato della votazione di categoria; con conseguente sterilizzazione dei voti del segno soccombente⁶⁵.

Qualora, invece, il voto degli strumentisti venisse collocato nella stessa assemblea degli azionisti, dovrebbe riconoscersi che le norme non stabiliscono alcun tetto al loro peso nel consesso; né pare corretto applicare analogicamente l'art. 2526, comma 2, giacché il legislatore consente alle società cooperative di emettere strumenti finanziari «secondo la disciplina prevista per le società per azioni» e pertanto appare quantomeno insolito estendere analogicamente alla normativa richiamata una norma contenuta nella disciplina richiamante; né, ancora, pare corretto ritenere che i voti degli strumentisti debbano necessariamente rappresentare una minoranza, poiché non vi è una norma che lo prescrive e un simile precetto non può farsi discendere dal principio di supremazia degli azionisti (il cui contenuto va desunto dalle norme, non deve invece assurgere a presupposto della loro interpretazione). L'autonomia statutaria parrebbe allora libera di definire anche la misura della partecipazione degli strumentisti alla singola decisione. Potrebbe quindi stabilire come debbano essere considerati ai fini del calcolo dei quozienti costitutivi e deliberativi, ed eventualmente potrebbe prevedere sottoquozienti costitutivi e deliberativi ad essi specificamente riferiti, così conferendo alla categoria un potere di veto anche in seno all'unica assemblea. Lo statuto sarebbe poi libero di individuare il numero di voti spettanti agli strumentisti, assestandolo variamente su una quota di minoranza, di parità oppure di maggioranza^{66 67}. Proseguendo in

amministratori da essi nominati. Per U. TOMBARI, (nt. 2), 159, invece, tale soluzione sarebbe addirittura obbligata, essendoci gli estremi per l'applicazione analogica dell'art. 2449 c.c. Secondo M. CIAN, (nt. 12), 140 s., bisognerebbe distinguere in ragione dei presupposti della revoca: la revoca senza giusta causa dovrebbe essere riservata ai possessori degli strumenti finanziari partecipativi, mentre quando tale giusta causa sussiste tornerebbe la competenza decisionale (anche) degli azionisti. In senso contrario si pronunciano invece A. LOLLI, (nt. 13), 208, secondo il quale la concessione agli strumentisti di un diritto di revoca in via esclusiva legherebbe eccessivamente ai loro interessi la posizione di quelli che dovrebbero essere “membri indipendenti” del consiglio di amministrazione e dell'organo di controllo, intaccando l'unitarietà degli organi sociali; A. STAGNO D'ALCONTRES, (nt. 2), 313; A. BUSANI, M. SCAGLIOCCA, (nt. 2), 932; S. LUONI, (nt. 12), 367; F. MAGLIULO, (nt. 12), 56 s. Secondo F. INNOCENTI, (nt. 12), 300 s., infine, la revoca dei soggetti nominati dagli strumentisti spetterebbe all'assemblea degli azionisti, dove tuttavia i primi potrebbero votare qualora venga loro attribuito il diritto di voto su tale specifico argomento. Parrebbe però preferibile considerare l'autonomia statutaria libera di disciplinare il potere di revoca, applicando in via residuale, in caso di silenzio sul punto, la regola posta dall'art. 2449 c.c.

⁶⁵ Propone questa soluzione A. LOLLI, (nt. 13), 206.

⁶⁶ Potrebbe del resto non essere irragionevole lasciare che tra investitori di differenti categorie ma parimenti interessati ad un determinato argomento (v. sopra in testo) non vi sia una gerarchia rigidamente stabilita a priori ed inderogabile, che li veda necessariamente in posizione minoritaria (fatto salvo quanto si accennerà oltre in tema di nomina degli organi sociali), considerato oltretutto – ma sul punto si tornerà verso la fine del paragrafo – che, quand'anche gli azionisti si ponessero in una posizione di minoranza, a monte vi sarebbe pur sempre una loro scelta in tal senso.

⁶⁷ Potrebbe porsi, inoltre, un problema di proporzionalità tra i voti degli strumentisti e quelli degli azionisti alla luce del rapporto tra il valore degli apporti dei primi e quello dei conferimenti dei secondi. Anche questo

questa direzione, potrebbe anche ammettersi che essi possano arrivare ad avere la totalità dei voti esprimibili su un certo argomento: ciò accadrebbe se la decisione in ordine a determinate autorizzazioni ai sensi dell'art. 2364, primo comma, n. 5), e forse anche a determinate modifiche statutarie riguardanti esclusivamente una certa categoria di strumenti finanziari partecipativi⁶⁸, venisse rimessa unicamente ad essi, senza che gli azionisti possano pronunciarsi in proposito⁶⁹.

Sin qui si è visto quello che le norme, almeno secondo una precisa linea interpretativa, non dicono e quali sono quindi gli aspetti su cui l'autonomia statutaria potrebbe esprimersi liberamente. Per ricostruire in modo compiuto il rapporto tra azionisti e strumentisti bisogna però ora concentrarsi su due limiti che le disposizioni in tema di strumenti finanziari partecipativi espressamente pongono.

Il primo è stabilito dall'art. 2351, comma quinto, precisamente dove consente di riservare ai titolari di strumenti finanziari partecipativi la nomina di «un componente» degli organi societari. Quand'anche non si voglia dare alla norma un'interpretazione strettamente letterale (e quindi circoscrivere all'unità il numero di membri eleggibili da investitori non azionisti), la stessa pare comunque esprimere l'intento del legislatore di contenere la partecipazione dei fiduciari degli strumentisti entro un ruolo di minoranza all'interno del collegio di destinazione; cosicché, tra l'altro, nel caso in cui amministratori nominati dagli strumentisti ricevano deleghe gestorie⁷⁰, i fiduciari degli azionisti mantengono il potere di impartire

problema è particolarmente delicato e complesso e di conseguenza esula dalla trattazione. Ci si limita in questa sede ad osservare come la questione, a ben vedere, non sia però affatto connessa alla concessione agli strumentisti della maggioranza dei voti in assemblea, ben potendosi infatti riproporre anche in caso di un numero di voti minoritario: si pensi al caso di strumenti finanziari partecipativi emessi a fronte di apporti per complessivi 10.000 euro che attribuiscono un terzo dei voti, mentre i restanti due terzi sono attribuiti da azioni emesse a fronte di conferimenti per complessivi 100.000 euro; anche in questo caso sarebbe ravvisabile una sproporzione. In argomento si veda E. BARCELLONA, *Rischio e potere nel diritto societario riformato*, Torino, Giappichelli, 2012, 94 s.

⁶⁸ Si pensi, ad esempio, a modifiche di talune regole di funzionamento dell'assemblea separata nella quale gli strumentisti eleggono un membro degli organi societari.

⁶⁹ La possibilità che lo statuto riservi la concessione di determinate autorizzazioni, ai sensi dell'art. 2364, primo comma, n. 5), ai soli strumentisti è stata espressamente ammessa da L. MIOTTO, (nt. 2), 109 ss., e CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 167*, (nt. 2), secondo cui, non essendo questa una competenza assembleare necessaria, in tal caso la partecipazione degli strumentisti sarà riferita non tanto a un diritto attuale dei soci, ma a un diritto solo potenziale, vale a dire possibile ancorché allo stato non esercitato in statuto; non emergerebbe dal sistema che agli strumenti finanziari partecipativi non possano essere concessi spazi decisionali che i soci, pur potendolo, non si siano riservati. Se ben se ne intende il pensiero, paiono così orientati anche A. LOLLI, (nt. 13), 209; U. TOMBARI, (nt. 2), 157; G. FERRI jr., (nt. 2), 93; D. PASTORE, (nt. 12), 1056; P. LUCANTONI, (nt. 2), 95 nt. 66. Si esprimono invece in senso contrario, ritenendo che sia sempre necessario che lo statuto preveda un potere autorizzativo in capo anche agli azionisti (sul quale potrebbe allora innestarsi la partecipazione degli strumentisti), M. CIAN, (nt. 12), 64; N. ABRIANI, (nt. 2), 344; S. LUONI, (nt. 12), 342; A. BUSANI, M. SCAGLIOCCA, (nt. 2), 930 e, se ben s'intende, M. NOTARI, (A. GIANNELLI), (nt. 2), 99.

⁷⁰ È condivisibile l'opinione in tal senso espressa dalla dottrina maggioritaria, per la quale il riferimento codicistico all'indipendenza dei componenti del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza nominati dagli strumentisti ha una valenza meramente descrittiva, volta cioè a chiarire come l'origine del loro incarico sia, appunto, indipendente dalla maggioranza del capitale sociale. Così A. PISANI MASSAMORMILE, (nt. 12), 1299; U. TOMBARI, (nt. 2), 158 s.; M. CIAN, (nt. 12), 111 ss. (in part. 117 s.); M. NOTARI, (A. GIANNELLI), (nt. 2), 102 s.; A. BUSANI, M. SCAGLIOCCA, (nt. 2), 932; M. SCAGLIOCCA, (nt. 2), 340; L. SCHIUMA, (nt. 2), 22. In senso contrario si pronunciano tuttavia C. PELLEGRINI, (nt. 2), 582 s., testo e nt. 158 e 159, e M. MAUGERI, (nt. 2), 268, secondo i quali il requisito di indipendenza precluderebbe solamente l'assunzione della carica di

direttive, avocare al consiglio operazioni e revocare la delega (art. 2381 c.c.). Dunque, laddove venisse previsto che il diritto di partecipare all'elezione di componenti degli organi di amministrazione o di controllo debba esercitarsi in un'assemblea separata, allora, pur potendosi riservare agli strumentisti la nomina di più membri, i soggetti da questi designati non potrebbero comunque rappresentare la maggioranza in seno all'organo, dovendo prevalere i membri espressione degli azionisti⁷¹. Laddove invece la partecipazione al processo

amministratore delegato, mentre consentirebbe l'assunzione di quella di membro del comitato esecutivo, purché la maggioranza del collegio sia formata da membri di nomina azionaria. Analogamente: M. LIBERTINI, A. MIRONI, P.M. SANFILIPPO, (nt. 13), 230 s., i quali peraltro ritengono che il legislatore storico intendesse richiamare sia i requisiti dei sindaci, sia quelli del codice di autodisciplina delle società quotate; S. LUONI, (nt. 12), 364 s., secondo cui il requisito di indipendenza starebbe a precludere a tali amministratori l'assunzione di ruoli esecutivi e quindi di deleghe gestorie; L. MIOTTO, (nt. 2), 76 ss., 86, per la quale deve escludersi che i portatori di strumenti finanziari possano nominare un amministratore che abbia in consiglio forza sufficiente ad assumere in autonomia decisioni gestionali. Secondo M.L. MONTAGNANI, *Commento all'art. 2383*, in *Amministratori*, a cura di F. GHEZZI, Milano, Egea, 2005, 147 s., invece, dovrebbe essere lo statuto a definire la nozione di indipendenza qui in rilievo. Per A. VALZER, (nt. 12), 295 ss., spec. 301, R. LENER, (nt. 12), 487, e F. INNOCENTI, (nt. 12), 307 ss., ancora, i requisiti di indipendenza sarebbero quelli dell'art. 2399 c.c. o altri eventualmente applicabili, il che consentirebbe di ammettere a ruoli esecutivi gli amministratori nominati secondo l'art. 2351, quinto comma. Differente, infine, l'opinione di G. MIGNONE, (nt. 2), 333 ss., C. BRESCIA MORRA, (nt. 2), 258, e A. GIAMPIERI, (nt. 2), 425, secondo i quali la legge richiederebbe al nominando il possesso dei requisiti necessari ad entrare nel comitato per il controllo sulla gestione.

⁷¹ In caso di emissione di più categorie di strumenti finanziari, ritengono possa essere riservato ad ognuna il diritto di nominare un amministratore, purché nel complesso questi siano meno della metà, A. PISANI MASSAMORMILE, (nt. 12), 1299; U. TOMBARI, (nt. 2), 158 s.; M.L. MONTAGNANI, (nt. 70), 148; M. NOTARI, (A. GIANNELLI), (nt. 2), 103 s., testo e nt. 143, il quale osserva che avrebbe «poco senso impedire la nomina di più di un consigliere indipendente, se il numero fosse superiore a quattro, posto che si potrebbe comunque raggiungere il medesimo risultato derivante dalla piana applicazione della norma (in altre parole, se con tre amministratori un amministratore è pari alla metà meno uno, perché impedire che con cinque amministratori ve ne siano due di nomina non assembleare?)»; A. POMELLI, (nt. 13), 537; M. MAUGERI, (nt. 2), 267; S. LUONI, (nt. 12), 365 s.; A. BUSANI, M. SCAGLIOCCA, (nt. 2), 932; M. SAGLIOCCA, (nt. 2), 339; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 168 del 7 novembre 2017*, <https://www.consiglionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/168.aspx>. In senso parzialmente diverso M. LAMANDINI, (nt. 2), 536, e C. PELLEGRINI, (nt. 2), 581 nt. 151, secondo cui i membri nominati dai titolari di strumenti finanziari partecipativi potrebbero essere più di uno (con possibilità, quindi, di una migliore rappresentazione delle differenti categorie) ma non la maggioranza, implicitamente ammettendo, così pare, che possano però essere in numero pari a quelli di nomina azionaria. Ancora diversa la tesi di F. INNOCENTI, (nt. 12), 311 s., secondo la quale un limite inespresso ma implicito nel sistema imporrebbe «la necessità che il numero dei membri eleggibili dal capitale non azionario non superi la metà dei membri nominati dagli azionisti». Ritengono invece che, anche in presenza di più categorie di strumenti finanziari, possa essere loro riservata nel complesso la nomina di un solo componente dell'organo di amministrazione o di controllo B. LIBONATI, (nt. 2), 20 s.; M. CIAN, (nt. 12), 118 s., 129; D. PASTORE, (nt. 12), 1053; A. BARTOLACELLI, (nt. 13), 266 s.; A. VALZER, (nt. 12), 293 ss.; L. SCHIUMA, (nt. 2), 22 s., testo e nt. 47; se ben s'intende, L. MIOTTO, (nt. 2), 72 s. Secondo gli Autori da ultimo citati, un numero maggiore porterebbe inevitabilmente alla perdita del requisito dell'indipendenza e ad una gestione della società fortemente influenzata dagli amministratori e dai sindaci espressione di investitori non soci, provocando così un deflusso di sovranità a scapito di questi ultimi; inoltre (secondo Valzer), la possibilità di una rappresentanza stabile nell'organo gestorio o nell'organo di controllo sarebbe stata dal legislatore riconosciuta al capitale finanziario non azionario unitariamente inteso e contrapposto al capitale azionario; sicché, in caso di pluralità di categorie, lo statuto dovrebbe prevedere un'assemblea intercategoriale o altro metodo operativo che consenta a ciascuna categoria di strumentisti di concorrere all'elezione dell'unico amministratore loro spettante. In senso diametralmente opposto, evidenziando come non parrebbero ravvisabili preclusioni alla formazione di un consiglio di amministrazione composto in maggioranza da amministratori espressione degli strumentisti, si veda infine R. LENER, (nt. 12), 487 s., che così osserva: «la lettura secondo cui la maggioranza dei membri degli organi sociali debba necessariamente essere espressa dai soci a ben vedere non convince, con riferimento a uno schema organizzativo smontabile e flessibile come quello delle s.p.a. "moderne". D'altronde, non se ne troverebbe

di formazione degli organi societari avvenisse mediante deliberazione di un'assemblea comune, ci si deve chiedere se, quanto meno per questo specifico argomento, s'impongano regole tese ad evitare che gli strumentisti possano incidere eccessivamente sulla formazione degli organi di amministrazione e controllo. In altri termini, ci si deve chiedere se, relativamente all'argomento "nomina", la liceità di un coinvolgimento degli strumentisti nell'assemblea degli azionisti sia subordinata all'adozione di regole procedurali (quali sistemi elettorali, voti di lista, quozienti, sottoquozienti o doppie maggioranze) idonee ad assicurare che almeno la metà più uno dei membri del consiglio di amministrazione, del consiglio di sorveglianza o del collegio sindacale aggreghi il consenso degli azionisti; ossia, aggreghi il consenso della maggioranza del capitale sociale votante sull'argomento^{72 73}.

Il secondo limite è rappresentato dal vincolo di specificità sancito sempre dall'ultimo comma dell'art. 2351 e che – si sta assumendo come ipotesi interpretativa – troverebbe nel divieto di «voto nell'assemblea generale degli azionisti» dell'art. 2346, sesto comma, solamente una declinazione in senso negativo. Questo precetto sembra da intendere come una clausola generale imponente due ordini di valutazioni: una puramente quantitativa e l'altra qualitativa. Sul piano quantitativo, la norma imporrebbe che le decisioni in cui possono venire coinvolti gli strumentisti siano necessariamente di numero contenuto. Dunque, non dovrebbero reputarsi ammissibili né riferimenti troppo generici (del tipo "modifiche statutarie"), né elencazioni puntualissime ma su una quantità tale di argomenti da rendere sostanzialmente generale, o comunque troppo ampia, l'ingerenza di questi investitori nel governo societario⁷⁴. Sul piano qualitativo, invece, il vincolo di specificità esprimerebbe l'intento del legislatore di contenere non solo (e non tanto) il numero di decisioni cui partecipano gli strumentisti, ma il loro effettivo peso sul governo societario

agevolmente fondamento normativo. Forse, l'unico argomento impiegabile per circoscrivere la portata del potere di nomina degli organi sociali attribuibile ai portatori degli strumenti finanziari è quello formale, ricavabile da una lettura rigida dell'art. 2351, comma 5° [...]. Per questa via si arriverebbe a dire che il numero complessivo di siffatti esponenti indipendenti non potrebbe comunque essere superiore all'unità, con conseguente necessità di individuare meccanismi di elezione unitari, in caso di pluralità di categorie di strumenti finanziari. Non può peraltro negarsi come l'argomento letterale appaia un po' debole in relazione a norme così poco chiare e lacunose».

⁷² Diversamente, infatti, ci si potrebbe porre il dubbio che la collocazione del voto degli strumentisti nella stessa assemblea degli azionisti possa tradursi in un modo per eludere il limite quantitativo posto dall'art. 2351, ultimo comma, e relativo al numero di componenti nominabili dagli investitori non azionisti. Ci si deve tuttavia chiedere se ad una simile costruzione osti l'art. 2369, quarto comma. Laddove si ritenga (come ipotizzato sopra, alla nota 63) che questa disposizione disciplini i quozienti costitutivi e deliberativi richiesti *alla singola categoria* di investitori per l'adozione delle delibere ivi menzionate, potrebbe risponderci negativamente: a partire dalla seconda convocazione sarebbe quindi necessario, ma al contempo sufficiente, che intorno ad almeno la metà più uno dei componenti eletti si aggreghi il consenso della maggioranza semplice del capitale sociale presente in assemblea.

⁷³ Si è visto sopra, alla nota 63, come un'interpretazione "relativistica" dell'art. 2369, quarto comma, consenta di attribuire agli strumentisti un potere di veto anche sulle nomine degli organi societari effettuate dagli azionisti. Se una tale interpretazione fosse condivisibile, le riflessioni svolte nel testo imporrebbero però di limitare un eventuale potere di veto ad una minoranza soltanto dei componenti degli organi di amministrazione o di controllo.

⁷⁴ A. PISANI MASSAMORMILE, (nt. 12), 1298; F. MAGLIULO, (nt. 12), 58; M. CIAN, (nt. 12), 67 s.; M. NOTARI, (A. GIANNELLI), (nt. 2), 99 s., testo e nt. 126; M. LIBERTINI, A. MIRONE, P.M. SANFILIPPO, (nt. 13), 230; S. LUONI, (nt. 12), 344; L. MIOTTO, (nt. 2), 95; F. INNOCENTI, (nt. 12), 296; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 167*, (nt. 2).

complessivamente inteso. In primo luogo, allora, la norma prescriverebbe di ponderare gli argomenti su cui s'intende attribuire il diritto di voto agli strumentisti: giacché è evidente che gli argomenti non hanno tutti la medesima incidenza sul governo societario, dovrebbe ricostruirsi il ruolo complessivo degli strumentisti su di esso alla luce delle decisioni in cui sono concretamente coinvolti, del peso vantato su ciascuna e degli effetti della combinazione tra gli argomenti su cui possono esprimersi. In secondo luogo, laddove venissero emesse più categorie di strumenti finanziari partecipativi, sarebbe senz'altro possibile riconoscere loro il voto su argomenti differenti⁷⁵, ma occorrerebbe che gli azionisti mantenessero una posizione di prevalenza nel complesso, secondo una valutazione da farsi caso per caso considerando il numero di tutte le decisioni che vedono l'intervento degli strumentisti, il loro oggetto e il peso di tali investitori relativamente a ciascuna di esse. In sintesi, il limite della specificità dovrebbe dirsi rispettato laddove, nella fattispecie concreta, sia ravvisabile un ruolo generalmente preponderante degli azionisti alla luce del numero di decisioni a cui partecipano gli strumentisti, del loro peso su ciascuna decisione, dell'oggetto di tali decisioni e del loro peso sul governo societario complessivamente inteso, quale ricavabile dalla sintesi delle analisi dei tre aspetti precedenti. Sicché gli azionisti, quand'anche subissero il veto, venissero posti in minoranza o fossero addirittura esclusi dalla votazione su determinate autorizzazioni, rimarrebbero la categoria di investitori con il ruolo ed il peso decisionale maggiori: sia per il numero di decisioni cui prenderebbero parte, giacché, a differenza dei titolari di strumenti finanziari partecipativi, almeno la metà delle azioni deve essere dotata del diritto di votare su tutte le deliberazioni di competenza assembleare; sia per il peso che essi manterrebbero su tutte le deliberazioni a cui gli strumentisti non partecipano e sul governo societario complessivamente inteso⁷⁶.

Se questo percorso interpretativo fosse condivisibile, si dovrebbe desumerne che la supremazia degli azionisti si esprime su due livelli. In primo luogo, spetterebbe agli azionisti stabilire se e in che misura consentire l'ingresso degli strumentisti nel governo societario: non è infatti la legge, bensì esclusivamente una disciplina di rango statutario ad attribuire il diritto di voto ad investitori non azionisti⁷⁷. In secondo luogo, gli azionisti manterrebbero nel

⁷⁵ M. CIAN, (nt. 12), 68 nt. 98.

⁷⁶ Cfr. R. LENER, (nt. 12), 492, il quale osserva come «il limite *sostanziale* all'emissione di strumenti finanziari partecipativi stia in ciò, che la società emittente *non* deve diventare una s.p.a. *in mano a non soci*. Tuttavia, non essendo stati introdotti parametri quantitativi, o limiti stringenti e chiari (come in altri ordinamenti), si potrà solo valutare lo statuto nel suo complesso, per sincerarsi che non sia stata creata una società *abnorme*, istituzionalmente controllata da non soci» (enfasi originali).

⁷⁷ Non pare in discussione che l'emissione di strumenti finanziari dotati di diritto di voto debba trovare previsione nello statuto o quanto meno in una deliberazione dell'assemblea straordinaria e che quindi, a differenza delle obbligazioni, non possano venire emessi dagli amministratori di loro iniziativa; al più discutendosi se, in presenza di una disciplina statutaria di simili strumenti finanziari, gli amministratori siano liberi di emetterli ovvero occorra comunque una delibera dall'assemblea in tal senso. In argomento sia consentito limitarsi a rinviare a F. CORSI, (nt. 2), 417, 419; V. ALLEGRI, *Categorie di azioni e strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. impr.*, 2004, 239 ss., 250; P. SPADA, *Obbligazioni, titoli di debito e strumenti finanziari non partecipativi*, in *Riv. dir. impr.*, 2004, 253 ss., 256; G. FERRI jr., (nt. 2), 93 s.; M. MIOLA, (nt. 2), 278; C. CINCOTTI, *L'esperienza delle parts bénéficiaires belghe e gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346 c.c.*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, 221 ss., 231 ss.; G. GIANNELLI, (nt. 13), *passim*, spec. 169 ss.; M. NOTARI, (A. GIANNELLI), (nt. 2), 84 s.; R. LENER, (nt. 12), 485; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 163 del 7 novembre 2017*, <https://www.consiglionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/163.aspx>; M. NOTARI, *Gli strumenti*

complesso un peso dominante sul governo societario e ciò in virtù di due regole fondamentali: quella per cui gli azionisti dovrebbero in ogni caso nominare almeno la metà più uno dei componenti degli organi sociali e quella per cui gli argomenti sui quali gli strumentisti possono votare dovrebbero essere specifici, nel duplice senso di essere limitati di numero e di conferire alla categoria (considerati gli argomenti, il numero di argomenti e il peso esercitabile su ciascuno) un peso sul governo societario complessivamente contenuto rispetto a quello degli azionisti, secondo una valutazione da farsi con riguardo alla singola fattispecie.

Al di fuori di questi limiti imperativi, l'autonomia statutaria sarebbe però libera di stabilire, rispetto alla singola decisione, le modalità con cui gli strumentisti esercitano il loro diritto di voto nonché il peso dagli stessi su di essa esercitabile.

Così ricostruito, il principio di supremazia assumerebbe in parte i tratti di una clausola generale, con tutte le relative conseguenze in termini di indeterminatezza del precetto normativo. Il rilievo, di per sé, non pare tuttavia determinante per accantonare questa ipotesi ricostruttiva: il diritto societario conosce altri casi in cui la validità di una clausola statutaria è esposta all'interpretazione di una clausola generale: si pensi al fatto che lo statuto di una s.r.l. può legittimamente prevedere cause di esclusione del socio solo se queste rientrano nel più ampio ed indefinito concetto di «giusta causa» (art. 2473-*bis* c.c.). L'osservanza del principio di supremazia degli azionisti, come sopra ricostruito, sarebbe poi solo un ulteriore momento valutativo accanto ad altri analoghi già imposti dall'ordinamento. Oltre alla verifica della sussistenza di un apprezzabile interesse all'argomento, di cui si è accennato sopra, pare infatti corretto sostenere che l'attribuzione di diritti amministrativi a strumenti finanziari partecipativi debba comunque essere vagliata attraverso un giudizio di meritevolezza⁷⁸: sembra cioè necessario valutare sempre se, anche in considerazione dei diritti patrimoniali attribuiti alla categoria, certe attribuzioni amministrative, per la loro qualità (cioè, quali argomenti) e quantità (cioè, quanti argomenti e con quale peso), possano o meno reputarsi ammissibili⁷⁹. Se dunque questa declinazione del principio di supremazia fosse condivisibile,

finanziari partecipativi, (nt. 2), 1143 s. Non pare nemmeno discutibile che, laddove i soci intendano espungere gli strumentisti dal governo societario, la relativa deliberazione debba essere approvata dall'assemblea speciale di questi ultimi: infatti, l'eliminazione in radice di un diritto partecipativo rappresenta evidentemente la massima forma di pregiudizio allo stesso. Potrebbe però forse ipotizzarsi un modo per evitare l'applicazione dell'art. 2376, così da intendere il principio di supremazia non solo come potere di ammettere, ma anche come potere di escludere unilateralmente gli altri investitori dal governo societario. Si immagini che lo statuto, nel disciplinare gli strumenti finanziari partecipativi, riservi agli azionisti il diritto potestativo (da esercitare in assemblea) di estinguere i loro diritti partecipativi: simile soluzione parrebbe conciliare la libertà degli azionisti di reintegrare l'esclusività del loro potere decisionale con la necessaria tutela dell'affidamento degli strumentisti; affidamento, che verrebbe altrimenti intollerabilmente frustrato se potessero essere in ogni tempo privati dei loro diritti partecipativi pur in assenza di un'espressa previsione in tal senso al momento della sottoscrizione degli strumenti finanziari.

⁷⁸ M. CIAN, (nt. 12), 69 s.

⁷⁹ È in questo giudizio d'altronde che potrebbero inserirsi valutazioni in ordine alla necessaria osservanza di un principio di correlazione tra rischio e potere, per imporre un criterio di proporzionalità diretta tra aleatorietà dei diritti patrimoniali attribuiti ed incisività dei diritti amministrativi riconosciuti. Il tema, tuttavia, appare estremamente complesso ed impone un'analisi inevitabilmente eccedente l'economia del presente lavoro. In argomento sia consentito limitarsi a rinviare a E. BARCELLONA, (nt. 67), *passim*, spec. 87 ss.; M. MAROCCHI, (nt. 2), *passim*, spec. 240 nt. 51, e 245 ss.

ne deriverebbe che per valutare la legittimità dei diritti di voto attribuiti agli strumentisti dovrebbe passarsi per l'apprezzamento soggettivo, e dunque opinabile, di tre (anziché due) requisiti generali: la sussistenza di un interesse a pronunciarsi su un determinato argomento, la meritevolezza dell'attribuzione e infine il rispetto del principio di supremazia⁸⁰.

6. *Profili critici della ricostruzione proposta e conclusioni sul possibile ruolo degli strumentisti.*

Nei paragrafi precedenti si è dato conto di tre diverse interpretazioni del principio di supremazia degli azionisti e delle corrispondenti tre diverse ricostruzioni del ruolo (e quindi del peso) degli strumentisti nel processo decisionale. Si è quindi prospettata una quarta soluzione. È necessario ora chiedersi quale sia l'interpretazione preferibile del principio di supremazia degli azionisti e, conseguentemente, se la tesi avanzata nel paragrafo precedente sia o meno accoglibile.

La questione dirimente, a ben vedere, è, se la maggioranza del capitale sociale votante debba essere sempre una condizione necessaria (ancorché eventualmente non sufficiente) per l'assunzione di ogni singola decisione di competenza degli investitori. La domanda da porsi, dunque, è se la normativa attuale consenta l'adozione di delibere anche contro la volontà della maggioranza, o financo della totalità, del capitale sociale votante. È infatti evidente che, se la risposta a tale quesito dovesse essere negativa, la prima ricostruzione sopra riferita in merito al ruolo degli strumentisti, per la quale questi potrebbero essere titolari unicamente di un potere di veto e di nomina di una minoranza dei componenti degli organi sociali, rappresenterebbe la soluzione obbligata, in quanto la sola a garantire in ogni caso il rispetto della predetta condizione.

La tesi avanzata nel precedente paragrafo, in base alla quale il principio di sovranità degli azionisti dovrebbe essere valutato con riguardo al governo societario nel suo complesso, riconosce ampia libertà all'autonomia statutaria nel regolare la partecipazione degli strumentisti alla singola delibera. Essa perciò nega la necessarietà del consenso della categoria degli azionisti su tutte le decisioni ed ammette la liceità di clausole statutarie che possano anche consentire agli strumentisti di determinare l'approvazione di una delibera altrimenti rigettata dai soci⁸¹.

La lettera della legge non rende tuttavia agevole propugnare questa tesi. I dati testuali sembrerebbero piuttosto imporre la maggioranza del capitale sociale votante quale

⁸⁰ Si badi che il profilo della meritevolezza e quello della supremazia degli azionisti dovrebbero tenersi ben distinti: i diritti di voto attribuiti ad una categoria di strumenti finanziari partecipativi potrebbero essere rispettosi del principio di supremazia (nel senso di non conferire un peso eccessivo sul governo societario complessivamente inteso) e tuttavia non superare positivamente il giudizio di meritevolezza perché, ad esempio, si ritiene che i diritti amministrativi attribuiti conferiscano un potere sproporzionato al grado di rischio economico cui sono esposti. Viceversa, potrebbe darsi il caso di una categoria di strumenti finanziari partecipativi i cui diritti amministrativi siano del tutto ammissibili sotto il profilo della meritevolezza, ma lesivi della supremazia degli azionisti.

⁸¹ Cfr. M. CIAN, (nt. 12), 74 s., il quale osserva (pur specificando in nt. 120 come le seguenti considerazioni restino indipendenti dal problema concernente la sede di esercizio del diritto di voto da parte dei possessori degli strumenti partecipativi): «sembra più aderente alle regole di *governance* della società azionaria rimettere invece la sorte della deliberazione al normale gioco della partecipazione e dell'assenteismo dall'assemblea, senza assicurare ai soci la preminenza della loro posizione anche di fronte al loro disimpegno rispetto all'attività dell'organo».

condizione imprescindibile per l'adozione di qualunque delibera di competenza degli investitori. Più elementi, infatti, depongono a favore della collocazione del voto degli strumentisti in un'assemblea separata e, quindi, della necessità che l'adozione di ogni delibera presupponga l'approvazione da parte degli azionisti. Innanzitutto, la lettura più immediata del divieto testuale di cui all'art. 2346, ultimo comma, conduce in tale direzione. Inoltre, interpretare il divieto di voto nell'assemblea generale come divieto di attribuire un voto generalizzato significa in sostanza replicare il precetto della specificità già espresso dall'art. 2351, quinto comma, e quindi contravvenire alla regola ermeneutica per cui deve preferirsi attribuire ad ogni norma un significato suo proprio. Pertanto, benché sistemi alternativi a quello delle assemblee separate siano teoricamente realizzabili⁸², su quest'ultimo paiono convergere gli indici della volontà legislativa. In altri termini, deve riconoscersi che la lettera della legge fatica a sorreggere la tesi avanzata nel precedente paragrafo⁸³.

⁸² La soluzione della partecipazione di azionisti e strumentisti ad un'unica assemblea non sembrerebbe, tra l'altro, imporre necessariamente stravolgimenti sul piano normativo, potendo forse essere sufficiente un lavoro di adeguamento condotto a livello meramente interpretativo. Potrebbe infatti ipotizzarsi l'applicazione tanto della disciplina del conflitto di interessi, quanto di quella (peraltro di matrice giurisprudenziale e dottrinale) in materia di abusi della maggioranza e della minoranza, semplicemente riformulando, alla luce della presenza degli strumentisti, la nozione di interesse sociale e le regole di composizione dei conflitti di interessi "orizzontali". Una suggestione in tal senso proviene dalla modifica introdotta all'art. 2373 dall'art. 1, comma 7, del d. lgs. 27 gennaio 2010, n. 27, il quale ha sostituito alla precedente formulazione della norma («la deliberazione approvata con il voto determinante di *soci* che abbiano, per conto proprio o di terzi, un interesse in conflitto con quello della società è impugnabile a norma dell'art. 2377») con l'attuale «la deliberazione approvata con il voto determinante di *coloro* che abbiano, per conto proprio o di terzi, un interesse in conflitto con quello della società è impugnabile a norma dell'art. 2377». Malgrado, per le ragioni esposte in testo, tale modifica non risulti sufficiente a convincere della volontà del legislatore di far partecipare azionisti e strumentisti ad una medesima assemblea, essa consente di immaginare quale potrebbe essere la disciplina sul conflitto di interessi applicabile ad un'ipotetica assemblea comune: la medesima attualmente vigente, all'esito però di una (certo non semplice) riflessione sulla nozione dell'interesse sociale che detta norma assume lesa. Lo stesso potrebbe dirsi con riguardo alle fattispecie dell'abuso della maggioranza o della minoranza: mancando qui del tutto una disciplina positiva, è immaginale il recepimento delle novità con uno sforzo interpretativo. In dottrina, sollevano il problema della rimediazione del concetto di interesse sociale alla luce della partecipazione degli strumentisti al processo decisionale e all'ingresso di loro fiduciari negli organi di amministrazione e di controllo, includendo anche l'interesse di questa categoria nella rilevanza endosocietaria, M. LAMANDINI, (nt. 2), 537; A. PISANI MASSAMORMILE, (nt. 12), 1298 e 1300, secondo cui l'interesse degli strumentisti viene in rilievo nel governo societario anche se non viene nominato alcun amministratore da tale categoria, posto che la possibilità di nominare quest'ultimo è un *posterius* del riconoscimento dell'esistenza di numerosi ed eterogenei interessi endosocietari che bisogna comporre; C. PELLEGRINI, (nt. 2), 588 ss.; U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni* (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario), in *Riv. soc.*, 2004, 1082 ss., 1099 s.; L. ENRIQUES, (nt. 12), 177; M. CIAN, (nt. 12), 92 nt. 171, 121 ss. Approfondiscono l'impatto su questi temi dell'introduzione degli strumenti finanziari partecipativi C. PELLEGRINI, (nt. 2), 570 ss., 577 ss.; L. MIOTTO, (nt. 2), 80 ss., 124 ss. Considerazioni simili potrebbero farsi anche a proposito del tema del controllo. I presupposti del controllo individuati dall'art. 2359 c.c., infatti, sono astrattamente applicabili anche nell'ipotesi in cui all'assemblea partecipino entrambe le categorie di investitori: ad eccezione del controllo esterno previsto al n. 3, tanto la fattispecie di controllo interno di diritto quanto quella di controllo interno di fatto si basano sul numero di voti disponibili nell'assemblea ordinaria; un criterio che, teoricamente, potrebbe prescindere dalla circostanza per cui tali voti siano conferiti da azioni piuttosto che da strumenti finanziari partecipativi. Si veda, a proposito della possibile incidenza degli strumenti finanziari partecipativi sulla situazione di controllo, M. LIBERTINI, A. MIRONE, P.M. SANFILIPPO, (nt. 13), 231; ma per una tesi di segno contrario si veda L. SCHIUMA, (nt. 2), *passim*, spec. 20 ss.

⁸³ V. però R. LENER, (nt. 12), 488, per il quale l'argomento letterale si presenta tutto sommato debole di fronte a norme così poco chiare e lacunose.

Non sembrano del resto decisive, in senso contrario, le norme valorizzate da quanti sostengono la tesi della necessaria o possibile partecipazione degli strumentisti alla medesima assemblea degli azionisti⁸⁴. Con riferimento all'art. 2506-ter, quarto comma, si è infatti evidenziato come il consenso unanime dei soci e degli strumentisti ben possa essere raggiungibile in due assemblee separate⁸⁵. Del resto, una spiegazione di detta disposizione potrebbe anche rinvenirsi nel suo diverso ambito di applicazione, che non è circoscritto né alle società per azioni né alle società di capitali, ma comprende anche le società cooperative, dove gli strumentisti votano in assemblea generale per espressa previsione di legge⁸⁶. Quanto alla sostituzione, operata dal d. lgs. 27/2010 agli artt. 2370, 2372 e 2373, delle parole «soci» o «azionisti» cui spetta il diritto di voto con la locuzione «coloro ai quali spetta il diritto di voto», si è detto che con essa il legislatore avrebbe inteso non già chiarire l'ingresso degli strumentisti nell'assemblea degli azionisti, bensì dare conto di situazioni, già conosciute dal diritto societario, nelle quali il voto spetta ad un soggetto diverso dal socio, ma pur sempre avente un rapporto qualificato con le azioni⁸⁷.

L'art. 2526 sembra poi da intendere norma speciale rispetto alla disciplina delle società per azioni⁸⁸. Inoltre, a dispetto di un *nomen iuris* pressoché identico, gli strumenti finanziari ivi menzionati parrebbero avere in realtà una natura ben diversa, idonea a consentire di qualificare i loro titolari come veri e propri soci⁸⁹.

Anche l'art. 106, comma 3-bis, t.u.f., non sembra decisivo. Autorevole dottrina ha difatti osservato come le soglie rilevanti ai fini dell'o.p.a. obbligatoria siano dal primo comma dell'art. 106 espressamente calcolate considerando i voti spettanti a tutti i «titoli», quindi a tutti «gli strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria o straordinaria» (stando alla definizione di «titolo» data dall'art. 101-bis, comma 2, t.u.f.); se gli strumenti finanziari partecipativi votassero nella medesima assemblea degli azionisti, la soglia sarebbe già prevista dal primo comma e, dunque, l'ulteriore norma espressa al comma 3-bis sarebbe inutile⁹⁰. Lo stesso Autore ha inoltre avanzato ipotesi interpretative compatibili con lo svolgimento di assemblee separate: in particolare, ha evidenziato la possibilità che gli strumenti finanziari influenzino il controllo societario in virtù della loro attitudine a bloccare le delibere dell'assemblea generale attraverso un veto dell'assemblea speciale⁹¹. Conforta tale interpretazione la considerazione

⁸⁴ V. sopra, paragrafo 3.

⁸⁵ B. LIBONATI, (nt. 2), 17.

⁸⁶ M. NOTARI, (A. GIANNELLI), (nt. 2), 95.

⁸⁷ L. SCHIUMA, (nt. 2), 39 ss., per la quale con simile formulazione le norme citate alluderebbero, tipicamente, alle figure dell'usufruttuario, del custode e del creditore pignoratizio cui spetta, secondo l'art. 2352 c.c., esercitare il diritto di voto attribuito dalle azioni oggetto di usufrutto, sequestro o pignoramento.

⁸⁸ B. LIBONATI, (nt. 2), 16.

⁸⁹ M. NOTARI, (A. GIANNELLI), (nt. 2), 95.

⁹⁰ B. LIBONATI, (nt. 2), 18 s. Conf. L. SCHIUMA, (nt. 2), 24, testo e nt. 49.

⁹¹ Questa, in dettaglio, la riflessione di B. LIBONATI, (nt. 2), 18 s.: poiché la soglia del 30% in una società quotata è stata dal legislatore considerata come la soglia del controllo di fatto (stante l'assenteismo degli azionisti), in caso di emissione di strumenti finanziari con diritto di voto non basterebbe il 30% dei voti in assemblea generale per far presumere il potere di scelta degli amministratori, perché la loro nomina potrebbe essere bocciata dall'assemblea speciale degli strumenti finanziari partecipativi: da qui emerge lo spazio per il necessario intervento della Consob e la completa compatibilità della norma (sistematicamente necessaria)

per cui la Consob può stabilire obblighi di o.p.a. anche a fronte di rilevanti percentuali di voto insistenti su decisioni diverse da quelle di nomina degli organi sociali, in ragione dell'influenza sulla gestione potenzialmente derivante dal loro esercizio anche congiunto (art. 105, terzo comma, t.u.f.); così rendendo immaginabile che uno strumentista sia in grado di bloccare tali decisioni e determinare una posizione di controllo congiunto proprio per effetto del voto in assemblea separata.

In conclusione, nel presente lavoro si è cercato di dedurre argomenti per sostenere che il principio di sovranità degli azionisti dovrebbe essere apprezzato avendo riguardo al governo societario nel suo complesso e dovrebbe perciò concedere all'autonomia statutaria massima libertà nella definizione delle modalità con cui gli strumentisti partecipano alla singola decisione (ossia possibilità di scelta, innanzitutto, tra votazione in assemblea separata, votazione nell'assemblea generale con peso minoritario, paritetico, maggioritario od anche totalitario in caso di esclusione degli azionisti dal processo deliberativo inerente a determinate autorizzazioni del tipo previsto all'art. 2364, primo comma, n. 5) ovvero a determinate modifiche statutarie loro totalmente estranee). Detti argomenti, tuttavia, impongono all'interprete una certa forzatura del dato testuale. Appare dunque maggiormente conforme al dettato normativo e all'intenzione del legislatore l'orientamento secondo cui il diritto di voto eventualmente attribuito ai titolari di strumenti finanziari partecipativi deve essere da questi esercitato in un'assemblea separata, la cui determinazione varrà, alternativamente, ad approvare la delibera precedentemente adottata dall'assemblea degli azionisti⁹², ad autorizzare gli amministratori al compimento di determinati atti gestori⁹³, ovvero a nominare una minoranza dei componenti degli organi di amministrazione e di controllo⁹⁴.

dell'art. 106, comma 3-*bis*, con la ricostruzione che vuole gli strumentisti votanti in un'assemblea separata. In argomento si vedano anche le riflessioni di A. LUPOI, (nt. 2), 299 ss.

⁹² In questo caso, si ribadisce, l'attribuzione del diritto di voto secondo l'art. 2351, quinto comma, costituisce in sostanza un ampliamento in via statutaria dell'ambito di applicazione dell'assemblea speciale dell'art. 2376, attraverso un'estensione della nozione di pregiudizio rilevante affinché sorga, in capo alla categoria, un potere di veto.

⁹³ In tale ipotesi, a ben vedere, manca una delibera degli azionisti e quindi parrebbe non rispettata la condizione necessaria consistente nella loro approvazione. La spiegazione deve però rinvenirsi nella funzione difensiva che, secondo l'orientamento più aderente al dato letterale, avrebbe l'istituto del diritto di voto dei titolari di strumenti finanziari partecipativi. Detta funzione può allora declinarsi come potere di consentire loro la nomina di membri di minoranza e non esecutivi all'interno degli organi di amministrazione e di controllo, ovvero come potere di porre un veto a determinate decisioni degli azionisti o, appunto, degli amministratori.

⁹⁴ Un'autonoma riflessione, che non è evidentemente possibile svolgere in questa sede, meriterebbe l'opportunità della permanenza stessa, nell'ordinamento societario, di un principio di supremazia degli azionisti. Si ponga il caso di strumenti finanziari partecipativi di tipo para-azionario, ossia esposti ad un rischio d'impresa particolarmente elevato e prossimo a quello degli azionisti (se non addirittura maggiore: si veda il dibattito innestatosi sulla pronuncia del Tribunale di Napoli, ord. 25 febbraio 2016, pubblicata in *Soc.*, 2016, 976 ss., con note di M. LAMANDINI, *Strumenti finanziari partecipativi e ordine di priorità nella partecipazione alle perdite*, e M. PALMIERI, *La partecipazione alle perdite degli strumenti finanziari ex art. 2346, comma 6, c.c. convertendi in azioni*, nonché in *Notariato*, 2016, 268 ss., con nota di G. D'ATTORRE, *Perdite della società e tutela dei titolari di strumenti finanziari partecipativi*, nonché in *Giur. comm.*, 2017, II, p. 710 ss., con nota di S. DI NOLA, A. RESTUCCIA, *Brevi note sull'applicabilità della disciplina del capitale sociale agli strumenti finanziari partecipativi "a tutto rischio"*, nonché in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, II, 483 ss., con nota di G. MIGNONE, *Strumenti finanziari partecipativi del genere "mezzanino": se sei riserva, non puoi fare il capita...le*, ed emessi a fronte di apporti di valore nettamente superiore ai conferimenti degli azionisti. In questa e in simili fattispecie potrebbe risultare meno comprensibile il mantenimento di una posizione di necessaria primazia degli azionisti sugli strumentisti (anche nei termini meno rigidi ipotizzati al

precedente paragrafo). Specie ora che è divenuta più fluida la struttura finanziaria della società per azioni, essendo venuta meno la precedente netta contrapposizione tra investitori in capitale di puro rischio ed investitori in capitale di puro credito (sul punto v. M. NOTARI, *Partecipazione al rischio d'impresa, strumenti finanziari e categorie giuridiche*, in AA. VV., *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti*, Milano, Egea, 2011, 497 ss., spec. 501 ss.), sarebbe in altri termini interessante valutare, nella prospettiva di future eventuali modifiche legislative, l'introduzione di differenti criteri per valutare l'ammissibilità delle prerogative amministrative attribuite agli investitori non azionisti, in luogo degli attuali limiti rigidi al numero degli argomenti su cui questi possono pronunciarsi e al numero di componenti degli organi sociali che gli stessi possono nominare. Per importanti spunti di riflessione sull'argomento, si veda E. BARCELLONA (nt. 67), 94 ss.