

LA TUTELA INDENNITARIA DELL'INFORMAZIONE NELLE SOCIETÀ PER AZIONI

INDICE

CAPITOLO PRIMO

Il problema

1. L'oggetto dell'indagine
2. L'indennizzo dei diritti di informazione tra autonomia statutaria e vincoli tipologici: premessa e rinvio
3. (Segue) L'indennizzo dei diritti di informazione e il paradigma dell'attività di direzione coordinamento: premessa e rinvio
4. Partecipazione azionaria e diritti amministrativi
5. La tutela puramente patrimoniale dell'azionista esterno al controllo nella giurisprudenza e dottrina tedesche
6. Il procedimento assembleare tra soggetto e organizzazione

CAPITOLO SECONDO

L'informazione assembleare e preassembleare: interessi e valori

1. La collegialità assembleare: profili funzionali
2. Collegialità assembleare e informazione agli azionisti
3. L'azionista e il diritto all'informazione. In particolare: l'informazione preassembleare
4. Il fondamento dei diritti di informazione dell'azionista
5. Informazione preassembleare e società quotate
6. Informazione preassembleare e strumenti di tutela. In particolare: il risarcimento del danno da deliberazione viziata per violazione dei diritti di informazione
7. La tutela dell'informazione preassembleare tra soggetto e procedimento

CAPITOLO TERZO

La clausola di indennizzo dei diritti di informazione preassembleare

1. L'indennizzo di diritti di informazione nella prospettiva dell'attività e del soggetto:

premessa

2. Atipicità della clausola, liceità e meritevolezza: il problema del metodo
3. (Segue) La meritevolezza della clausola atipica: valori e interessi. Il giudizio di bilanciamento
4. (Segue) Meritevolezza astratta e tipo societario: la nozione mobile di compatibilità
5. La clausola di indennizzo di diritti di informazione: il problema dei limiti esterni. Il concetto relativo di inderogabilità del procedimento assembleare
6. (Segue) La clausola di indennizzo di diritti di informazione: il rapporto con l'art. 2351 e con la disciplina della nullità delle delibere assembleari
7. Indennizzo e riscatto nel sistema di valori delle società azionarie
8. (Segue) Disciplina delle fusioni semplificate e giustificazione assiologica della clausola
9. Il rapporto tra la disciplina delle operazioni straordinarie e il sistema azionario: *Ausstrahlungswirkung* e *wirtschaftliche Umwandlungen*
10. La compatibilità dello strumento indennitario: il *Wertungstransfer* dalla disciplina dell'attività di direzione e coordinamento
11. (Segue) Eterodirezione del procedimento deliberativo e vincoli interni alla disciplina societaria: l'insufficienza dello strumento compensativo; obblighi di motivazione e di integrazione informativa
12. L'ambito di applicazione della clausola
13. (Segue) Modificazione statutaria e legittimazione successiva dell'indennizzo dei diritti di informazione. Inadempimento e abuso della clausola

«Σοὶ δ' ἦν τις δῶ τοὺς τρεῖς ὀβολοὺς, ἀγαπᾶς, οὓς αὐτὸς ἐλαύνων
καὶ πεζομαχῶν καὶ πολιορκῶν ἐκτίσῃ πολλὰ πονήσας.»

(ARISTOFANE, *Le vespre*, 684-685)

CAPITOLO PRIMO

IL PROBLEMA

SOMMARIO: 1. L'oggetto dell'indagine – 2. L'indennizzo dei diritti di informazione tra autonomia statutaria e vincoli tipologici: premessa e rinvio – 3. (Segue) L'indennizzo dei diritti di informazione e il paradigma dell'attività di direzione coordinamento: premessa e rinvio – 4. Partecipazione azionaria e diritti amministrativi – 5. La tutela puramente patrimoniale dell'azionista esterno al controllo nella giurisprudenza e dottrina tedesche – 6. Il procedimento assembleare tra soggetto e organizzazione

1. L'oggetto dell'indagine

In uno scritto del 1931 Cesare Vivante censurava severamente l'ormai diffusa regola pretoria che, in difetto di pubblicazione in Gazzetta Ufficiale dell'avviso di convocazione delle assemblee di società anonime, attribuiva efficacia sanante alla simultanea presenza dell'intero capitale sociale in un medesimo contesto di tempo e di luogo e alla mancata opposizione – da parte di alcuno dei presenti – all'instaurazione della vicenda deliberativa.

Alla pubblicità dell'avviso di convocazione Vivante assegnava una specifica funzione di tutela degli interessi dei soci e della società. Anzitutto gli adempimenti prescritti dall'art. 155 dell'abrogato codice di commercio avrebbero consentito un'adeguata riflessione preliminare sulle materie poste all'ordine del giorno e l'organizzazione di minoranze compatte per la comune difesa contro le iniziative dei soci di controllo. Allo stesso tempo, la garanzia di una qualche «maturità di informazioni» e di una effettiva «libertà di intese» dei partecipanti all'assemblea avrebbe posto l'impresa al riparo da «inconsulte deliberazioni»: con la conseguenza che gli azionisti mai avrebbero potuto rinunciare al (né alcuna interpretazione abrogatrice avrebbe potuto privarli del) «diritto d'insorgere» – «anche contro il proprio rassegnato silenzio» e «nell'interesse della società» – avverso delibere non conformi alla legge¹.

¹ In questo senso VIVANTE, *Le assemblee*, 187, contrariamente a quanto già sostenuto nel *Trattato*, 222 (n. 493) e 228 (n. 496). L'opinione più liberale della giurisprudenza muoveva dal presupposto che l'adempimento pubblicitario previsto dall'art. 155 cod. comm. esaurisse la propria funzione nella tutela dell'interesse dei soci a prender parte all'episodio assembleare. In questa prospettiva, l'invalidità della deliberazione avrebbe dovuto essere preclusa non soltanto dall'unanimità dei voti favorevoli (Cass., 27 maggio 1930) o dall'effettiva presenza contestuale dell'intero capitale sociale, ma anche dalla idoneità della convocazione (per quanto non conforme alla legge) a consentire a tutti gli azionisti l'intervento in assemblea. Sugli stessi presupposti si giudicarono meritevoli di tutela previsioni statutarie di deroga alla disciplina del

Con la codificazione del 1942 prevalse l'orientamento opposto e, in forza dell'art. 2366, comma 3, c.c., l'assemblea si disse «regolarmente costituita» con la presenza (o rappresentanza) dell'intero capitale sociale e con l'intervento di tutti gli amministratori e componenti del collegio sindacale: fermo restando il potere di ciascuno degli intervenuti di invocare uno stato di insufficiente informazione sulle materie poste in discussione e di impedire l'adozione della delibera.

È tuttavia da escludersi che la soluzione accolta dal nuovo codice costituisse il risultato di una consapevole presa di distanza da una concezione che attribuiva al socio il ruolo di garante della legalità societaria in funzione della tutela di un interesse metaindividuale².

Tra le testimonianze più significative della persistenza di accenti organicistici nella disciplina del metodo collegiale può certamente annoverarsi la soluzione timidamente innovatrice prevista per le decisioni non assembleari di s.r.l. dal progetto di riforma della Commissione De Gregorio del 1966. Il quale segnatamente legittimava deroghe all'unicità di tempo e di luogo, subordinando tuttavia la validità della delibera a tre condizioni stringenti: (i) il voto favorevole dell'intero capitale sulla proposta irritualmente diffusa all'interno della compagine; (ii) la mancanza di un organo di controllo; (iii) l'affidamento della funzione amministrativa

citato art. 155, con le quali la pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale veniva sostituita dalla convocazione mediante lettera raccomandata o notifica ai soci, agli amministratori e ai sindaci dell'anonima (T. Aquila, 10 novembre 1911; T. Milano, 6 novembre 1911; T. Genova, 9 ottobre 1913; in senso contrario v. però T. Milano, 8 luglio 1916; T. Genova, 12 gennaio 1915). Su posizioni simili v. SOPRANO, 544 ss. (n. 526), che tuttavia annette rilievo alla sola «scienza che tutti i soci dimostrino della convocazione» attraverso «il fatto d'intervenire all'assemblea» (ivi, 547): fermo restando – si intende – il diritto dei soci ad una convocazione nelle forme di legge. Negavano all'assemblea totalitaria cittadinanza nell'ordinamento delle anonime Cass. Torino, 17 marzo 1916; NAVARRINI, 412, testo e nt. 3 (n. 1745); ASCARELLI, *Il negozio*, 74, nt. 1; A. SCIALOJA, 305 s., 308. Quest'ultimo, in particolare, avversava la riduzione dei termini del problema alla polarità tra interessi dei soci e interessi dei terzi (questi ultimi inidonei – è evidente – a sorreggere la tesi dell'indisponibilità della disciplina della convocazione, data la mancanza di un interesse dei terzi a partecipare all'assemblea). In luogo di quella polarità e della connessa accezione *soggettiva* del concetto di interesse, l'A. postulava una sorta di interesse diffuso (non intestato cioè ad alcuno specifico soggetto o categoria di soggetti) alla pubblicità delle assemblee di società anonime: un «diritto subiettivo pubblico» del cittadino «qualunque» all'esercizio di un «controllo continuo sulle società di commercio, forze operanti dell'attività produttiva nazionale» (ivi, 306).

² Osservava FRÈ, 328, che la validità delle deliberazioni di assemblee totalitarie non aveva nulla a che vedere con la questione della inderogabilità della disciplina sul procedimento e sulla convocazione: della quale non avrebbe potuto dubitarsi, atteso che le formalità prescritte dalla legge societaria «costituiscono il cardine del sistema della deliberazione maggioritaria e rappresentano ad un tempo una protezione per l'azionista e una garanzia per l'ordinato funzionamento della società».

a soli soci della s.r.l.

La novità annunciata dal progetto scontava l'incidenza della disciplina delle assemblee totalitarie, sotto un duplice profilo.

In primo luogo, richiedendosi l'unanimità dei voti, si voleva replicare il sostanziale *accordo sul rito* che lo stesso art. 2366 c.c. postula per la validità di un'assemblea non preceduta da una regolare convocazione: l'adesione di tutti i soci al *merito* della proposta avrebbe significato implicitamente l'accettazione delle più agili forme del procedimento non collegiale. Con il risultato che quell'accettazione non avrebbe però potuto esprimersi in via generale (cioè statutaria) attraverso l'istituzionalizzazione di un metodo di decisione non assembleare: in ciò evidenziandosi tutti i limiti della soluzione progettata, tesa soltanto a disciplinare un *visio del* procedimento (e non *il* procedimento) e ad evitare l'applicazione di una sanzione inutile per un'irregolarità concretamente inoffensiva.

Neppure il consenso unanime dei soci apparve tuttavia sufficiente. L'omissione delle garanzie del procedimento, anche se concordata o accettata dall'intera compagine, avrebbe dovuto confrontarsi con i titolari delle funzioni di amministrazione e controllo, dei quali d'altronde la stessa disciplina delle assemblee totalitarie prevedeva (e prevede) il coinvolgimento. Si voleva pertanto evitare l'assunzione di decisioni non (precedute da una regolare istruttoria preassembleare e neppure) assistite dagli organi preposti alla cura dell'interesse sociale; e si riservava per questo la possibilità di accedere al rito semplificato alle sole s.r.l. caratterizzate da una struttura corporativa interamente rappresentata dalle persone dei soci³.

In definitiva, si trattava di una disposizione che guardava al passato: e che oltretutto avrebbe avuto un impatto piuttosto marginale sulla vita quotidiana delle società a responsabilità limitata, le quali, stanti i non pochi vincoli all'adozione di strumenti alternativi alla collegialità, avrebbero probabilmente perpetuato la prassi di redigere falsi verbali d'assemblea per documentare decisioni provenienti da uno o da alcuni soltanto dei soci e dagli altri assentite, tacitamente o espressamente, al di fuori di una effettiva adunanza⁴.

Ma d'altra parte quei vincoli riflettevano una percezione radicata della collegialità quale valore non negoziabile e posto a tutela di interessi indisponibili. La stessa dottrina maggioritaria ha per lungo tempo avallato – e sembra tuttora riproporre senza sostanziali variazioni – l'idea che la collegialità esprimesse – ed esprimesse – istanze protettive «che trascendono

³ Sul punto v. le considerazioni critiche di ABBADESSA, *Deliberazioni*, 301.

⁴ Su questa «prassi corrente» v. ABBADESSA, *Deliberazioni*, 300.

gli interessi dei membri», giustificando su queste basi la rigidità delle regole del procedimento e la loro tendenziale inderogabilità ad opera dello statuto e dei regolamenti dell'organo assembleare⁵. E neppure quella dottrina che identifica nella collegialità un valore strumentale alla tutela dei soci, anziché di un interesse ad essi sovraordinato, perviene a conclusioni diverse e più liberali⁶.

Certo non si è mancato di segnalare che nelle realtà capitalistiche di non grandi dimensioni – non soltanto s.r.l. ma anche società a ristretta base azionaria – è «particolarmente avvertita» l'esigenza di dotarsi di strumenti semplici e rapidi di adozione delle decisioni sociali⁷. Ma, al di là di queste considerazioni e dell'implicita affermazione di meritevolezza (seppure solo in astratto) dell'interesse dell'impresa al sacrificio di singoli segmenti del procedimento, nessuno ha mai dubitato dell'inammissibilità di qualsiasi forma di destrutturazione del paradigma assembleare, se non sorretta dal consenso unanime (e attuale, da rinnovarsi cioè per ogni singolo episodio deliberativo) degli aventi diritto di voto⁸.

La presente indagine prende le mosse da una constatazione empirica piuttosto diffusa.

In determinate circostanze la disciplina di funzionamento dell'organo assembleare rappresenta una ritualità inutile e costosa per i soci, un «unnecessary encumbrance»⁹, e per di più un ostacolo alla tempestiva e proficua attuazione di strategie di impresa. Il buon esito di operazioni di ristrutturazione societaria dipende spesso da fattori contingenti connessi ai tempi di esecuzione e al grado di riservatezza delle trattative: in potenziale contrasto con gli obiettivi di ponderazione e di concertazione perseguiti

⁵ Per questa giustificazione v. soprattutto GRIPPO, *L'assemblea*, 365 (ove il virgolettato), il quale, premessa la neutralità e la fungibilità del modulo organizzativo collegiale (di talché la sua «portata – cogente o dispositiva – deve valutarsi con diverso grado d'intensità in rapporto ai rispettivi ambiti normativi»: *ivi*, 364), conclude che nelle società strutturate in forma azionaria regole rigide di collegialità assembleare – non diversamente da altre norme sul funzionamento interno dell'organizzazione e sui controlli esterni – «mirano a realizzare l'interesse ad una gestione oculata dell'impresa sociale, in un sistema fondato sul principio della responsabilità limitata dei soci» (*ivi*, 365). E v. già ID., *Deliberazione*, 98; e ancora, per l'idea che il metodo collegiale sia posto a protezione di interessi indisponibili ad opera del gruppo (diversamente da quanto accadrebbe nella comunione, ove la collegialità «non assolve altra funzione se non quella di offrire uno strumento di difesa alle minoranze»), v. GALGANO, *Il principio*, 236, 238 e nt. 25; ID., *Repliche*, 214.

⁶ ABBADESSA, *Deliberazioni*, 301 ss.

⁷ In questo senso già ABBADESSA, *Deliberazioni*, 302.

⁸ Così ancora, ABBADESSA, *Deliberazioni*, 309, ove una radicale preclusione verso forme di rinuncia preventiva del socio al diritto di prender parte ad una assemblea regolarmente convocata, dunque di reagire a decisioni *non collegiali* della maggioranza.

⁹ DAVIES-WORTHINGTON, n. 15–3, 436.

attraverso un'articolata disciplina dell'informazione assembleare e preassembleare¹⁰.

Il fatto è che, se per le materie di competenza dell'organo amministrativo le esigenze di contrazione dei tempi e di riservatezza nella conduzione degli affari appaiono sufficientemente salvaguardate dalla disciplina delle s.p.a. (le prime dall'istituto della delega gestoria, le seconde dall'inaccessibilità ai soci del libro delle deliberazioni del consiglio di amministrazione), l'appartenenza all'assemblea del potere di deliberare su profili di immediata rilevanza imprenditoriale (aumenti di capitale, fusioni, scissioni) finisce per imporre l'osservanza di tempi e oneri informativi non di rado incompatibili con le mobili esigenze dell'attività¹¹: un contrasto, questo, che potrebbe apparire ancor meno giustificabile nelle realtà azionarie caratterizzate dalla stabile presenza di un azionariato di controllo, ove un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione si risolve evidentemente – al di là delle forme del procedimento e dell'articolazione interna delle competenze – in un accordo tra il gruppo di maggioranza e i terzi destinatari delle azioni di nuova emissione.

In quel contesto, una regolare convocazione e una compiuta *disclosure* sulla materia da trattare (v. art. 2441, commi 4 e 5, c.c.) potrebbero rappresentare un appesantimento inutile e al limite persino compromettere il miglior esito dell'operazione: così che al gruppo di comando potrebbe risultare conveniente l'omissione delle cautele preassembleari al prezzo di un indennizzo per gli azionisti pretermessi, verso la garanzia – si intende – della stabilità della deliberazione. Se la concentrazione del procedimento dovesse apparire un fattore decisivo per la migliore conclusione dell'affare programmato, con ricadute positive sulla redditività e sul valore dell'investimento degli azionisti attuali, la maggioranza di controllo potrebbe cioè preferire – all'osservanza delle formalità preassembleari – la sopportazione di un onere indennitario purché determinato o determinabile.

Sotto questo profilo, è quasi superfluo osservare che sarebbe privo di fondamento il tentativo di desumere dal sistema una sorta di *indennizzo implicito* (o *ungeschriebener Abfindungsanspruch*) per gli azionisti di minoranza occasionalmente sacrificati¹²: senza considerare la difficoltà – se non

¹⁰ STAMATOPOULOS, 152 ss.; SACCHI, *L'interesse*, 140; CERRATO, 268.

¹¹ CERRATO, 272 s.

¹² Fattispecie «non scritte» di tutela indennitaria delle minoranze esterne al controllo sono individuate da KLÖHN, 287 ss., per effetto della dilatazione – a modifiche strutturali non espressamente disciplinate – di un modello di tutela compensativa previsto dal diritto tedesco per alcune ipotesi di *legittimo* esercizio del potere di *Eingriff* a danno dell'azionariato esterno (e v. diffusamente *ivi*, 115 ss.): un modello che – pare evidente – non potrebbe mai candidarsi a

l'impossibilità – di identificare *ex post* (in sede giudiziale) criteri di determinazione del valore economico del singolo diritto informativo pregiudicato dall'iniziativa della maggioranza. La ricerca di soluzioni idonee a realizzare un corretto equilibrio tra gli interessi in gioco potrebbe spostarsi – invece – sul versante dell'autonomia statutaria: e tradursi nella verifica di compatibilità con l'ordinamento societario di forme di tutela compensativa degli azionisti esterni, preclusive degli ordinari strumenti di reazione contro le irregolarità del procedimento (l'impugnazione della delibera e il risarcimento del danno).

In quest'ottica lo statuto potrebbe prevedere un corrispettivo fisso per l'ablazione dei diritti di informazione della minoranza: un importo, cioè, svincolato dal valore che la partecipazione dell'azionista pretermesso ha al tempo dell'esercizio del potere e soggetto – al più – all'applicazione di misure di indicizzazione. In alternativa, le parti potrebbero poi convenire un valore di scambio dell'informazione preassembleare pari a una frazione (o aliquota) del valore (reale) attuale della partecipazione. La stima assegnata dalle parti alla tempestività e completezza dell'informazione preventiva potrebbe anche variare da delibera a delibera, attribuendosi per esempio valore maggiore ai diritti di informazione previsti per l'aumento di capitale con esclusione dell'opzione e valore inferiore all'informazione prescritta per (l'autorizzazione di) operazioni di assistenza finanziaria.

Dal punto di vista strutturale, conviene premettere che la previsione statutaria di un potere di semplificazione del rito assembleare non individua un «particolare diritto» attribuito alla persona di un azionista sul modello – peraltro specificamente disciplinato per la sola s.r.l. – dell'art. 2468, comma 3, c.c. La clausola scolpisce un potere che non è né dell'azione né della persona, ma che in un certo senso – sul presupposto di un determinato possesso azionario – è *dell'azionista chiunque esso sia*.

Il potere spetta dunque all'azionista che, al momento dell'attivazione della clausola, si dimostri titolare di una certa percentuale di capitale sociale. Dal canto suo, la percentuale verrebbe fissata liberamente dalla clausola, seppure con l'ovvio limite *minimo* della maggioranza assoluta dei voti esercitabili in assemblea: il che è evidente, dato che il presupposto del congegno è la titolarità di una posizione sufficientemente forte da consentire l'assunzione di una certa delibera anche contro l'ipotetico voto contrario dell'azionariato residuo; e dato che diversamente si

strumento legale implicito di soluzione del contrasto tra il gruppo di controllo e l'azionariato esterno in caso di usurpazione delle forme del procedimento assembleare ad opera del primo, atteso che in quest'ipotesi l'*Eingriff* della maggioranza – rappresentando una violazione delle disposizioni di legge che attengono al *valido* esercizio del potere deliberativo – trova *naturalmente* sanzione negli strumenti previsti dagli artt. 2377 ss. c.c.

determinerebbe un'inammissibile alterazione del principio di maggioranza.

L'iniziativa di semplificazione del rito potrebbe poi provenire anche da un possesso azionario congiunto, dunque da una coalizione di azionisti, in particolare se il singolo socio non disponesse della percentuale di voti richiesta dalla clausola per attivare autonomamente il procedimento abbreviato¹³. Neppure la minoranza che subisce l'applicazione della clausola sarebbe necessariamente sempre la stessa: e questo a prescindere da una variazione della compagine sociale e degli assetti proprietari. Se cinque fossero i soci della società per azioni, per ipotesi titolari ciascuno del venti per cento del capitale con diritto di voto, e la clausola condizionasse l'esercizio del potere di semplificazione al possesso del sessanta per cento del capitale, l'applicazione della clausola presupporrebbe un'iniziativa concertata di almeno tre soci: che potrebbero anche essere diversi in rapporto ai singoli episodi di esercizio del potere.

Nel complesso, la clausola ipotizzata non farebbe che autorizzare un'accelerazione del procedimento di decisione, attribuendo a una frazione qualificata del capitale – che già dispone di voti sufficienti per imporre un determinato esito deliberativo – il potere di optare per la semplificazione del rito e di costringere la parte restante ad accettare un valore monetario con funzione compensativa.

2. L'indennizzo dei diritti di informazione tra autonomia statutaria e vincoli tipologici: premessa e rinvio

Le ipotizzate misure convenzionali di tutela alternativa dell'azionista esterno sollecitano in primo luogo una riflessione sui vincoli tipologici del sistema azionario.

La partecipazione azionaria individua un fascio di posizioni giuridicamente tutelate che l'insegnamento tradizionale aggrega intorno a due poli: quello dei diritti patrimoniali e quello dei diritti amministrativi. All'interno di questa partizione, i diritti di informazione, ascrivibili alla seconda categoria, potrebbero apparire anzitutto strumentali all'esercizio del voto: e tanto basterebbe per conferire all'informazione – anche

¹³ Scartata la possibilità di qualificare il potere di semplificazione informativa alla stregua di un particolare diritto, sono forse più evidenti le somiglianze con la fattispecie costitutiva del diritto alla maggiorazione del dividendo o del voto nelle società quotate (artt. 127-*quater* e 127-*quinquies* t.u.f.). Deve tuttavia osservarsi che, mentre *più azionisti* (di società quotata) possono beneficiare *insieme* di un dividendo o di un voto maggiorati, senza alcuna contraddizione e al più con reciproca limitazione tra le pretese da soddisfare o i voti da computare, la clausola in esame, concernendo un bene indivisibile, verrebbe invece a istituire una posizione di potere associata a una determinata quota di partecipazione (anche collettiva) e incidente sulla restante – e necessariamente meno estesa – sfera di possesso azionario.

preassemblare – un rilievo *tipologico*, rappresentando il voto un momento (appunto tipico) di disciplina – perlomeno della disciplina residuale o ordinaria – di quell’operazione di partecipazione al rischio d’impresa che origina da un investimento imputato a capitale e liberato verso l’assegnazione di azioni.

Il confronto con le norme dettate in tema di strumenti finanziari partecipativi contribuisce a evidenziare il senso di quest’affermazione, almeno sotto due profili.

Da una parte, il contenuto del rapporto che intercorre tra la società e i possessori di strumenti finanziari è essenzialmente patrimoniale e si sostanzia nell’attribuzione all’investitore di prerogative sul risultato dell’attività. I diritti amministrativi hanno invece una portata strutturalmente accessoria: non sono parte del paradigma legale dell’investimento partecipativo non azionario (artt. 2346, comma 6, e 2349, comma 2, c.c.)¹⁴.

Sotto altro profilo, il diritto di voto (eventualmente) attribuito ai possessori di strumenti finanziari incontra comunque limitazioni puntuali, dovendo riguardare specifici argomenti indicati dall’atto costitutivo (2351, comma 5, c.c.) e non potendo per questo assumere la stessa estensione che ha – invece – per la partecipazione azionaria¹⁵. Il divieto di un’integrale equiparazione tra azionisti e sottoscrittori di strumenti ibridi condiziona – allora – anche il perimetro dei diritti di informazione preassembleare e di intervento in assemblea suscettibili di estensione alla partecipazione non azionaria, inevitabilmente circoscritti alle sole delibere che conferiscono all’investitore diritto di voto al possessore dello strumento¹⁶.

¹⁴ Anche se poi su quel rapporto, a contenuto patrimoniale e causalmente para-azionario (GINEVRA, *Gli strumenti*, 360; VALZER, *Gli strumenti*, 139 in nt. 118, 273 in nt. 257, 366; e già COSTI, *Strumenti*, 731 ss.), vengono ad innestarsi: e v. per tutti VALZER, *Gli strumenti*, 267 ss.

¹⁵ Si tratta dell’art. 2346, comma 6, c.c., laddove eccettua dal novero dei diritti amministrativi attribuibili agli strumenti finanziari partecipativi «il diritto di voto nell’assemblea generale degli azionisti»: limitazione, questa, che sembra postulare (non già un’improbabile segregazione in assemblea speciale delle operazioni di voto *ex art.* 2351, comma 5, c.c. – come pure è stato sostenuto da una parte della dottrina – ma) un divieto di integrale equiparazione dei diritti amministrativi degli strumentisti a quelli degli azionisti. Nel ricordato divieto sembra cioè doversi leggere la volontà di «preclude[re] un concorso generale [degli strumenti finanziari partecipativi] in tutte le possibili materie che invocino il coinvolgimento della compagine sociale nelle dinamiche di funzionamento dell’organizzazione»: così VALZER, *Gli strumenti*, 283, il quale correttamente osserva che la partecipazione in assemblea dei possessori di questi strumenti finanziari non crea problemi diversi da quelli già prospettati dall’esistenza di azioni di categoria con diritto di voto.

¹⁶ Per un ragionamento analogo, con riguardo però al diritto di impugnazione di deliberazioni assembleari eventualmente attribuito dallo statuto sociale ai possessori di strumenti finanziari partecipativi, v. VALZER, *Gli strumenti*, 274.

Il carattere puramente eventuale della componente amministrativa rende sicuramente meno problematica l'attribuzione all'investitore di prerogative di informazione al contempo sacrificabili dalla maggioranza del capitale azionario in presenza di un apprezzabile interesse alla semplificazione del procedimento. Certo potrebbe porsi l'esigenza di individuare rimedi a tutela del sottoscrittore e a garanzia di uno svolgimento del rapporto improntato a correttezza. Ma si tratterebbe perlopiù di problemi rilevanti *su un piano negoziale*, che non interferiscono con l'organizzazione azionaria¹⁷. Se poi al sacrificio dei diritti di informazione corrispondesse, secondo lo statuto o il regolamento di emissione, il diritto dell'investitore a un indennizzo, difficilmente potrebbe dubitarsi della legittimità – *anche su un piano negoziale* – dell'assetto di interessi realizzato dalla clausola.

Un ragionamento necessariamente più complesso riguarda gli azionisti. Se infatti gli strumenti finanziari si caratterizzano per una strutturale atipicità¹⁸, la partecipazione azionaria gode per contro di una disciplina sotto più profili tipica.

Tipica è la causa dell'investimento; tipico è il complesso di diritti che discendono dal possesso di azioni ordinarie; tipico è lo strumento per l'introduzione di *diritti diversi*¹⁹; tipiche – seppure individuate *per genera* – appaiono le soluzioni che l'autonomia statutaria può approntare per incidere in senso ablativo sui diritto di voto (naturalmente connesso al possesso di azioni ordinarie).

In questo quadro, la rilevanza tipologica del diritto dell'azionista di prender parte all'assemblea – e di prendervi parte con quel grado di cognizione che la legge assicura attraverso un'articolata disciplina dell'informazione preassembleare – non può revocarsi in dubbio neppure sul presupposto che alle s.p.a. è consentita l'emissione di azioni senza

¹⁷ D'altro canto, il limite previsto dall'art. 2346, comma 6, c.c. alla conformazione convenzionale della partecipazione non azionaria porta con sé l'esclusione dell'*Anfechtungsrecht*, atteso che la titolarità del diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti è elevata «ad indice (qualitativo) di quel grado minimo di partecipazione reale all'impresa che rende il partecipante meritevole della tutela» impugnatoria contro deliberazioni non conformi: così PINTO, *Funzione*, 177.

¹⁸ Al punto che parte della dottrina ravvisa negli strumenti finanziari partecipativi una categoria causalmente neutra (NOTARI-GIANNELLI, 77 ss.; TOMBARI, *La nuova*, 1094 ss.): ma per una critica persuasiva v. VALZER, *Gli strumenti*, 121 ss.

¹⁹ Il rilievo va di pari passo con l'opinione della prevalente dottrina, che non ammette diritti particolari dei soci nel tipo azionario: in questo senso v. per tutti PINTO, *Funzione*, 197; ANGELICI, *La società per azioni. Principi*, 31; ID., *Della società*, 148 ss.; D'ATTORRE, *Il principio*, 173, 185 s.

diritto di voto o con voto limitato²⁰; e che la carenza del diritto di voto comporta il difetto di legittimazione a intervenire in assemblea e ad impugnarne le deliberazioni non conformi alla legge o all'atto costitutivo. Una cosa, infatti, è la creazione di una categoria istituzionalmente priva di un diritto sociale: diritto che allora – in assenza della categoria – costituisce parte inespropriabile della *Machtlage* azionaria²¹. Altro è negoziare un assetto di poteri con cui legittimare deviazioni occasionali da certe cautele del procedimento assembleare e di conseguenza paralizzare, per gli azionisti rappresentanti una certa percentuale di capitale, i poteri di reazione che l'art. 2377 c.c. appronta contro delibere non conformi: il che in effetti, perlomeno se l'informazione dovesse ridursi a strumento della votazione assembleare, potrebbe porre un problema di tenuta tipologica e – segnatamente – di violazione (seppure indiretta) delle forme tipiche di sottrazione, limitazione o sospensione del diritto di voto dell'azionista.

3. (Segue) L'indennizzo dei diritti di informazione e il paradigma dell'attività di direzione e coordinamento: premessa e rinvio

Il giudizio di meritevolezza dell'ipotizzata disciplina statutaria non investe esclusivamente profili di ordine tipologico. Riguardato da un punto di vista dinamico, l'oggetto di questa indagine pone anche un problema di tutela della partecipazione di minoranza e di dimensionamento dell'influenza del socio (o della coalizione) di controllo sull'organizzazione.

Quel che può sin d'ora rilevarsi è che il potere della maggioranza di escludere alcune delle garanzie del procedimento (in determinate occasioni e verso indennizzo) instaura all'interno del *Verband* una forma di direzione dell'impresa che accentua il sostanziale isolamento della minoranza²². Se la partecipazione dell'azionista esterno è *strutturalmente eterodiretta* in ragione dell'impossibilità di un concorso effettivo alla formazione dell'organo

²⁰ Sul punto v. CERRAI-MAZZONI, 381, che dalla possibilità di creazione di azioni senza voto o a voto limitato traggono anzi un ulteriore indice della «normale inerenza del diritto di voto alla posizione di socio e della sua (sicura anche se implicita) inespropriabilità a mezzo di una delibera assembleare». E per un rilievo sostanzialmente analogo v. LA SALA, 75, nt. 69.

²¹ Ed infatti di azioni speciali può parlarsi con riguardo a partecipazioni dotate di un contenuto diverso da quello previsto dalla legge come ordinario, laddove «ordinario sta per *tipologicamente indefettibile*: nel senso che non si dà società per azioni senza partecipazioni d'un prefigurato contenuto, nel mentre contenuti alternativi sono meramente eventuali» (così SCIUTO-SPADA, 39).

²² Sull'investimento di minoranza quale investimento intrinsecamente non autodiretto v. – con conseguenze non secondarie in ordine alla fondatezza della teoria del premio di maggioranza nella circolazione del controllo societario – COLOMBO, *La cessione*, 1472.

gestorio, la legittimazione di quel potere trasforma la posizione di influenza dominante di un determinato socio o gruppo di soci in concreta ed effettiva *ingerenza nei processi decisionali*, imponendosi all'azionista esterno un risultato al di fuori delle forme procedurali ordinariamente previste per il suo conseguimento.

Sulla base di questi rilievi, potrebbe pure rivelarsi non infondato l'accostamento della clausola al *Grundkonzept* dell'attività di direzione di gruppo: nel senso che l'indennizzo dell'informazione preassembleare sembra in effetti riprodurre, nel rapporto tra azionisti, un'*interferenza* analoga a quella che, nel rapporto tra società, può derivare dall'esercizio di direzione e coordinamento ad opera di una capogruppo. Si intende dire che la clausola in discorso, assegnando a una determinata maggioranza il potere di individuare un interesse sociale che esige la semplificazione della fase istruttoria del procedimento, sembra evocare quella stessa *spettanza singolare* del potere di selezione delle strategie di vertice che nel sistema dei gruppi fa capo alla *holding*.

In entrambi i casi si assiste a una determinazione extrasociale e non collettiva dell'interesse comune²³. Da una parte, il potere di direzione e coordinamento incide *fisiologicamente* sull'individuazione degli strumenti di attuazione dell'oggetto sociale della società eterodiretta²⁴, risolvendone l'autonomia in un puro vaglio di conformità della direttiva di gruppo al proprio interesse egoistico²⁵. Dall'altra, l'ipotizzata disciplina statutaria rimette agli azionisti rappresentanti una determinata maggioranza di capitale il potere di apprezzare un interesse sociale contingente e di

²³ Sembra evidente che con queste modalità atipiche di destrutturazione del procedimento venga ad inserirsi nell'assetto dell'impresa azionaria un accentuato elemento di personalizzazione della partecipazione: ed è appena il caso di osservare che anche in dottrina il potere di direzione dell'impresa dominante in un *Beherrschungsvertrag* è stato assimilato alla titolarità di una *golden share* o di diritti di voto *ad personam* (così, in particolare, SPOLIDORO, *Il voto*, 142). Si tratterà allora di comprendere se anche quella prospettata nel testo possa qualificarsi come una forma di organizzazione della partecipazione ai processi decisionali, inidonea – al pari delle tecniche ora citate – ad alterare il funzionamento degli organi sociali e destinata per converso ad operare esclusivamente sul piano delle «competenze dell'assemblea a deliberare su determinati oggetti o materie» (*ibidem*).

²⁴ VALZER, *Il potere*, 866.

²⁵ Nel senso che gli amministratori della società eterodiretta subiscono ed attuano le direttive di vertice (fin quando) non pregiudizievoli per l'interesse della stessa: così, tra i molti, TOMBARI, *Diritto*, 109 ss. Il profilo è ben evidenziato anche da P. FERRO-LUZZI, *Le operazioni*, 11, con specifico riguardo al contenuto del parere del comitato di amministratori non correlati dell'emittente eterodiretta che deve precedere l'approvazione e il compimento dell'operazione (con parte correlata) influenzata dal potere di direzione e coordinamento della capogruppo. Più in generale, per le implicazioni che il coordinamento gerarchico di società porta con sé in punto di definizione dell'interesse sociale delle monadi v. già MIGNOLI, *Interesse*, 737 s.

comprimere le formalità del procedimento deliberativo che appaiano idonee ad ostacolarne la pronta attuazione.

Non è questo peraltro il solo punto di contatto tra il paradigma della direzione di gruppo e l'oggetto dell'indagine. Anche per quel che concerne la tecnica di protezione dell'interesse *interferito* (dall'esercizio di una posizione di potere) possono cogliersi significativi profili di continuità. L'ingerenza della capogruppo nei processi decisionali della controllata è infatti tollerata dall'ordinamento *anche* a prezzo di un'occasionale pregiudizio a carico della società eterodiretta, *purché* poi destinato ad essere assorbito dal «risultato complessivo dell'attività» o da specifiche «operazioni» di natura compensativa²⁶. Ammettere la previsione di un indennizzo delle prerogative di partecipazione informata all'episodio deliberativo significa in definitiva dare ingresso, nel rapporto tra azionisti, a tecniche di compensazione analoghe a quelle che consentono di escludere il carattere abusivo dell'attività di direzione e coordinamento.

Alla luce di queste considerazioni, può dunque già anticiparsi che l'indagine non si limiterà ad osservare l'incidenza della clausola sui vincoli tipologici del diritto azionario: ma si propone altresì di esaminare i profili di interazione con la disciplina posta a tutela dei soci di minoranza, e di verificare allora se quelle stesse forme di compensazione conosciute dal diritto dei gruppi possano candidarsi a regolare (un aspetto de)i rapporti tra gli azionisti e sovrapporsi – su un piano (non meramente parasociale ma) *sozialrechtlich* – ai rimedi azionabili contro vizi informativi del procedimento deliberativo.

4. Partecipazione azionaria e diritti amministrativi

La scomposizione della *Mitgliedschaft* in diritti amministrativi e diritti patrimoniali rappresenta un asse portante della sistematica di diritto societario²⁷.

²⁶ Del significato organizzativo e dei limiti della tecnica compensativa sarà detto più avanti, quando – all'esito dell'indagine – si tratterà di giustificare quella tecnica in rapporto alla fattispecie considerata (v. *infra*, capitolo terzo, §§ 10 e 11).

²⁷ Per vero, non sono mancate voci dirette a negare consistenza normativa alla distinzione richiamata nel testo e ad affermare che i poteri degli azionisti collegati all'intervento in assemblea sarebbero essi stessi «indiscriminatamente patrimoniali», stante la funzionalità della discussione, del voto e – aggiungiamo – dell'informazione alla valorizzazione massima del consesso sociale quale momento di impulso alla produzione di nuova ricchezza: così CANDIAN, 45. La tesi, tuttavia, non ha riscosso significativo credito nell'elaborazione della dottrina successiva, che ha per contro recepito e consolidato l'orientamento di quanti evidenziassero l'eterogeneità dei diritti al dividendo e alla quota di liquidazione dalle posizioni organiche e amministrative dell'azionista: e v. in questo senso RIVOLTA, 148 ss.

Secondo una concezione tradizionale, i diritti amministrativi non costituiscono situazioni giuridiche di rilievo esclusivamente individuale. Privi dei più elementari indici della patrimonialità – e, segnatamente, della suscettibilità di valutazione pecuniaria, della disponibilità e della trasferibilità²⁸ – essi sarebbero perlopiù strumentali alla soddisfazione dell'interesse patrimoniale della collettività dei soci. La loro portata verrebbe cioè ad apprezzarsi sul piano dell'organizzazione di gruppo, non esaurendosi – diversamente dai diritti patrimoniali – nella sfera del singolo partecipante.

Attraverso l'esercizio dei diritti di voto, di denuncia, di impugnazione, di ispezione di libri sociali e di esame del bilancio, l'azionista verrebbe ad apprendere – e potrebbe di conseguenza ostacolare o rimuovere – eventuali scelte o condotte degli organi sociali dirette a pregiudicare l'emersione o la massimizzazione dell'utile. Su questi presupposti, i diritti amministrativi sarebbero *strumentali al buon funzionamento dell'organizzazione collettiva* e allora – indirettamente – anche al «guadagno individuale di ogni membro»²⁹.

Proprio l'affermazione di un nesso di strumentalità al soddisfacimento di un interesse che trascende il singolo socio ha consentito alla dottrina di argomentare con sicurezza l'irrinunciabilità dei diritti amministrativi, nel senso – si intende – «dell'inefficacia di qualsiasi (preventiva) rinuncia al loro esercizio in relazione all'una o all'altra circostanza concreta»³⁰. In quest'ottica, a differenza della posizione assunta con riguardo a un atto abdicativo, anche preventivo, avente a oggetto la percezione di dividendi per uno o più esercizi (pacificamente ammissibile pur con il limite imperativo del divieto di patto leonino), si è costantemente negata efficacia giuridica a un identico negozio dispositivo concernente il voto e i connessi diritti amministrativi, ancorché riferito a singole e predeterminate

²⁸ Così RIVOLTA, 156 ss.; ASCARELLI, *In tema*, 195, testo e nt. 4.

²⁹ La suddetta duplice accezione del nesso di strumentalità tra diritti amministrativi e diritti patrimoniali è evidenziata da RIVOLTA, 149.

³⁰ In particolare, si è detto che, anche aderendosi all'opinione (oggi del resto largamente condivisa) che connette l'espressione del voto in assemblea esclusivamente al soddisfacimento di un interesse personale del votante, quel diritto e le prerogative ad esso accessorie dovrebbero comunque ritenersi irrinunciabili atteso che «il loro esercizio è (o, quanto meno, può essere) strumento necessario alla funzionalità dell'organizzazione collettiva»: così RIVOLTA, 158 (al quale appartiene altresì il virgolettato nel testo). Nello stesso senso v. ABBADESSA, *Deliberazioni*, 309; ASCARELLI, *Interesse*, 163; e già FERRI, *La tutela*, 23 s. (testo e nt. 1), 28, sulla base della teorica dei diritti individuali e della distinzione di questi ultimi in *zwingende e nachgiebige Rechte*. Con specifico riguardo ai diritti di informazione, nel senso della irrinunciabilità v., tra i molti, DONATI, 138; TRIMARCHI, 25; COSTI, *Note*, 75; FOSCHINI, *Il diritto*, 267.

circostanze³¹.

La verità è che le conclusioni in ordine al profilo della rinunciabilità dei diritti amministrativi non mutano neppure nella più moderna riflessione sulla partecipazione azionaria³². Che, tuttavia, sembra invertire il rapporto tra l'interesse dell'azionista singolo e l'interesse del gruppo, facendo del secondo un puro limite esterno al libero soddisfacimento del primo: e che dunque, anche per questo, ha contribuito a decentrare la componente amministrativa della partecipazione, quantomeno svincolandola da una concezione organicistica e metaindividuale.

In particolare, in quella riflessione l'interrogativo di fondo non concerne la collocazione dei diritti amministrativi nella struttura della *Mitgliedschaft*. Il problema – di ordine funzionale più che strutturale – è se l'azionista debba considerarsi portatore di un *interesse autonomamente rilevante* al monitoraggio, alla condivisione e alla determinazione delle decisioni sociali³³: se *tipologicamente* il socio azionista debba essere riguardato – tanto

³¹ RIVOLTA, 158. Una siffatta distinzione qualitativa tra diritti patrimoniali e amministrativi giustificava peraltro anche una diversa sanzione della delibera assembleare lesiva dei medesimi: per i primi, «concessi nell'interesse esclusivo del singolo socio» e da questi rinunciabili, la delibera sarebbe stata annullabile, spettando al socio pregiudicato «un'azione d'impugnazione, cioè costitutiva» (ex art. 163 cod. comm.); per i secondi, conferiti nell'interesse della società e non rinunciabili dai titolari (in quanto posizioni organiche immanenti al contratto sociale), la delibera sarebbe stata contraria a norme imperative, spettando dunque al socio «un'azione di nullità, ossia di accertamento» (FERRI, *La tutela*, 24 s.).

³² ANGELICI, *Note in tema di procedimento*, 76.

³³ In questo approccio, ove centrale appare il dato dell'*interesse* (ANGELICI, *La società per azioni. Principi*, 90 ss.), si riflette, tra le altre cose, l'ormai acquisita consapevolezza della fisiologica differenza tra l'azionista imprenditore e il piccolo azionista (il quale – come è stato osservato da FERRI, *Potere*, 51 – «è un intruso non tanto perché gli altri lo considerino tale, ma perché è lui stesso che vuole sia così»): consapevolezza che trae oggi nuovo alimento dall'accresciuta posizione di forza degli investitori istituzionali nelle realtà azionarie medio-grandi (PORTALE, *Minoranze*, 33 s.). L'idea cioè che esista (non già una nozione univoca di partecipazione azionaria ma) una molteplicità di partecipazioni azionarie – tante quanti sono i possibili scopi dell'investimento in capitale di rischio – e che questa molteplicità abbia anche un rilievo normativo (tra gli altri, BARTALENA, *La tutela*, 152 ss.) ha indotto a mutare la stessa prospettiva di analisi della *Mitgliedschaft*. Con la conseguenza che i diritti amministrativi non sono riguardati dal punto di vista della loro qualificazione astratta o del loro rapporto con i diritti patrimoniali: una contrapposizione che – quantomeno nei termini più sopra indicati – ha perso a poco a poco terreno, se solo si guarda alle conclusioni più moderne della dottrina in tema di vendita del voto (SCIMEMI, *passim*) – ancora – alla connotazione di mercato che certi diritti amministrativi assumono, in prossimità ed in pendenza di assemblee sociali, anche (ma non solo) per effetto della regola legittimante ex art. 83-sexies t.u.f. (e su quest'ultimo profilo v. per tutti CARIELLO, *Azioni*, 201 s., il quale non a caso valorizza l'impatto sistematico della regola di *record date* nella direzione di legittimare, anche nel nostro ordinamento, forme di vendita di voti scissi dalla partecipazione azionaria).

per l'interpretazione di disposizioni dettate a sua tutela, quanto per l'ampliamento *de iure condendo* dei suoi poteri corporativi – «als mitwirkendes Verbandsmitglied»³⁴.

Sotto questo profilo, una risposta tendenzialmente negativa sembra provenire – o comunque potrebbe discendere – da quelli, tra gli studi più recenti sulla partecipazione azionaria, che evidenziano il carattere oggettivo e puramente patrimoniale dell'interesse dell'azionista, sulla base di una concezione che assume centrale il momento della gestione, conservazione e realizzazione del valore economico apportato dall'*Anleger*, e che assegna per contro un rilievo secondario alla proiezione corporativa dell'investimento³⁵.

Secondo quest'impostazione, l'incidenza delle regole di organizzazione sulla sfera del singolo socio produrrebbe, nel contesto dell'impresa azionaria, un effetto *reificante*: ponendosi a fondamento dell'intera vicenda societaria la cosa, l'azione e il suo valore oggettivo, e non la persona, l'azionista e le sue prerogative interne al gruppo³⁶. Ogni aspetto della vita sociale del singolo resterebbe assorbito dall'interesse oggettivo alla conservazione e alla massimizzazione del valore dell'investimento.

In un assetto organizzativo caratterizzato da una netta divaricazione tra proprietà e *management*, la partecipazione, riguardata nella prospettiva della *gestione di valori altrui*, assumerebbe allora – essenzialmente – una portata strumentale all'attività di impresa. Essa sarebbe cioè l'*oggetto* della relazione di potere intercorrente tra l'organo investito della gestione – e rappresentativo della maggioranza del capitale azionario – e l'interesse, spersonalizzato, «*senza soggetto*», alla redditività e al valore dell'investimento³⁷. Il «nucleo centrale e indefettibile della tutela» della

³⁴ L'espressione è di MÜLBERT, *Aktiengesellschaft*, 348.

³⁵ Sembra questa la prospettiva di analisi di ANGELICI, *La società per azioni. Principi*, 9, 33 ss., 76 ss. E su posizioni non diverse v. anche M. MAUGERI, *Partecipazione*, 16, 82, 91 s., 155, 359 s.

³⁶ Sul punto v. ANGELICI, *La società per azioni e gli «altri»*, 45 ss., 54 ss., per l'affermazione della natura impersonale dell'interesse alla redditività e al valore della partecipazione — destinato a specificarsi «su un piano esclusivamente economico, anzi *monetario*» (*ivi*, 58) — e per la valenza procedimentale e mediata del suddetto interesse in forza dell'operatività dei principi di *corretta gestione societaria e imprenditoriale* (*ivi*, 60 s.).

³⁷ Sono questi – l'interesse alla redditività e l'interesse al valore della partecipazione – i due «referenti teleologici della posizione di socio» (così M. MAUGERI, *Partecipazione*, 200). Sul punto v. ANGELICI, *La società per azioni. Principi*, 68 ss., secondo il quale, nel contesto dell'art. 2497 c.c., che quell'interesse codifica, il pregiudizio alla redditività e al valore della partecipazione rappresenta non solo un presupposto per la responsabilità della capogruppo verso gli azionisti esterni della società eterodiretta ma anche un suo *limite*: «ciò vuol dire che danno risarcibile non è quello concretamente subito dal patrimonio del socio, ma solo quello consistente nella differenza, quindi oggettiva, [...] del valore della partecipazione sociale» (*ivi*, 68). La riparazione del pregiudizio si volge così esclusivamente al valore di mercato, senza alcun riguardo — come

proprietà azionaria verrebbe ad appuntarsi sulla sola «salvaguardia dell'appartenenza all'azionista del valore economico dell'azione»³⁸.

Sembra evidente, in questa concezione, il decentramento della componente amministrativa della singola partecipazione azionaria: come anche l'indebolimento di quel nesso tra diritti di partecipazione del singolo e tutela dell'interesse collettivo che la dottrina meno recente aveva postulato. Spostandosi l'accento sulla gestione del patrimonio, dunque in definitiva sull'organo che vi è preposto, quasi inevitabilmente i diritti amministrativi del singolo azionista assumono significato solo per quell'azionista e per la protezione del suo interesse patrimoniale finale³⁹.

5. La tutela puramente patrimoniale dell'azionista esterno al controllo nella giurisprudenza e dottrina tedesche

Un netto decentramento della posizione corporativa dell'azionista si registra anche nella giurisprudenza costituzionale tedesca in tema di *squeeze-out*⁴⁰.

D'altra parte la giustificazione sistematica di un potere di «zwangsweise Ausschluss von Minderheitsaktionären» sarebbe tutt'altro che agevole se al piccolo azionista dovesse riconoscersi la spettanza di un qualcosa di più di un *überwiegend bloßes Vermögensrecht*⁴¹.

In questa prospettiva, secondo la giurisprudenza tedesca, la proprietà azionaria presenta un collegamento assai debole con la persona dell'azionista («einen nur schwach [...] 'personalen Bezug'») ⁴²: il suo *Kernbereich* – rileva il *BVerfG* – non sta nella conservazione delle prerogative dell'azionista in quanto parte della *Gemeinschaft*, ma si appunta sull'integrità del valore della partecipazione e sulla possibilità di monetizzare in qualsiasi tempo l'investimento⁴³.

invece vorrebbe la disciplina dell'illecito civile — alla misura in cui il *bene* leso (la partecipazione azionaria) eventualmente contribuisca alla valutazione complessiva del patrimonio dell'azionista: e v. ancora *ivi*, 545, testo e nt. 76.

³⁸ In questo senso v. ancora ANGELICI, *La società per azioni. Principi*, 76 s.

³⁹ E questo spiega d'altronde la centralità della figura sistematica del *potere* nell'attribuzione di significato all'operazione di investimento azionario in rapporto alle vicende dell'organizzazione: sul punto v. per tutti M. MAUGERI, *Partecipazione*, 73 s.; ANGELICI, *La società per azioni. Principi*, 97 ss.

⁴⁰ Sul punto v. SCHÖN, 1359 ss.

⁴¹ BVerfGE 4, 26 (sent. *Investitionshilfgesetz*).

⁴² BVerfGE 50, 348 (sent. *Mitbestimmung*).

⁴³ BVerfGE 100, 305 (sent. *DAT/Altana*); BVerfG, in *NJW*, 2001, 280 (sent. *Moto Meter*); BVerfG, in *NJW*, 2007, 3265 (sent. *Jenoptik*). Il profilo è ben evidenziato, nella dottrina italiana, da F.M. MUCCIARELLI, *Società*, 101 s.; ANGELICI, *La società per azioni. Principi*, 455.

Si tratterebbe allora di una proprietà affatto peculiare, caratterizzata dalla mediazione delle regole dell'organizzazione societaria (*gesellschaftsrechtliche Vermittlung*) e dalla rilevanza solo eventuale – e in ogni caso non costituzionalmente necessaria – di forme di *Bestandsschutz*. Con la conseguenza che le scelte imprenditoriali della maggioranza non riguarderebbero l'azionista che le subisce «als Person, sondern nur das eingesetzte Vermögen»⁴⁴

Da queste affermazioni di principio emerge un canone di tutela minima della partecipazione fondato essenzialmente sul dato patrimoniale. La proprietà azionaria riceverebbe dall'ordinamento una considerazione tesa a privilegiare, più che il *godimento* del bene interno al gruppo, il diverso momento della *disposizione* della partecipazione: irrilevante essendo, sotto questo profilo, la natura volontaria o coattiva del disinvestimento. In forza di queste premesse, tutte quelle norme che concedono alla maggioranza azionaria il potere di escludere dal *Verband* una determinata partecipazione – di decidere, in sostanza, il momento della liquidazione dell'investimento – non produrrebbero un effetto espropriativo contrastante con i principi costituzionali. Dovrebbero per contro (e più correttamente) intendersi alla stregua di disposizioni conformative della proprietà (*Inhalts- und Schrankenbestimmungen*), volte a definire i limiti di compatibilità dei diritti del singolo con l'interesse comune⁴⁵.

È da rilevarsi comunque che una parte della dottrina tedesca assume una posizione critica nei riguardi di quest'orientamento, segnatamente osservando: (i) che l'azionista, al momento del suo ingresso in società, si decide (non per un generico ma) per un *determinato* investimento («für eine

⁴⁴ BVerfGE 50, 348 (sent. *Mitbestimmung*). È in questo senso, allora, che la tutela costituzionale della proprietà azionaria si atteggia a tutela del (puro) valore patrimoniale dell'investimento: con la conseguenza che deve ritenersi conforme al *Grundgesetz*, in forza del ricordato orientamento, ogni disposizione di diritto societario che valorizzi il «generale bisogno di flessibilità» dell'azione di impresa, poi inevitabilmente rappresentato dai *desiderata* della maggioranza azionaria, alla duplice condizione però che (i) gli azionisti di minoranza dispongano di efficaci strumenti contro gli eventuali abusi del gruppo di comando – non potendo giustificarsi il sacrificio delle posizioni corporative dei piccoli azionisti altro che in presenza di *gewichtige Gründe des Allgemeinwohls* [BVerfGE 100, 302 (sent. *DAT/Altana*)] – e che (ii) l'effetto di *Rechtsverlust* derivante dalla decisione maggioritaria trovi adeguata compensazione sul piano patrimoniale, attraverso la previsione di misure che consentano all'azionista pregiudicato il conseguimento di un *volle Ausgleich* [BVerfGE 100, 304 s. (sent. *DAT/Altana*); BVerfG, in *NJW*, 1999, 1700 (sent. *SEN/KHS*); BVerfG, in *ZIP*, 1999, 1806 (sent. *Hartmann & Braun*)].

⁴⁵ BVerfGE 14, 279 (sent. *Feldmühle*); BVerfGE 100, 304 s. (sent. *DAT/Altana*); BVerfG, in *NJW*, 2001, 280 (sent. *Moto Meter*); BVerfG, in *NJW*, 2007, 3265 (sent. *Jenoptik*); BVerfG, in *NJW*, 2007, 3268 (sent. *Würstenrot und Württembergische AG*); BVerfG, in *NJW*, 2007, 3269 (sent. *Edscha*); BVerfG, in *ZIP*, 2007, 1987; BVerfG, in *ZIP*, 2007, 2121.

bestimmte Geldanlage»); (ii) che non sempre le partecipazioni di minoranza (*Kleinstbeteiligungen*) rappresentano un investimento puramente finanziario⁴⁶ e che anche un azionista esterno al nucleo di controllo sovente coltiva un interesse diverso dalla semplice remunerazione periodica del capitale investito, l'interesse cioè a partecipare alla direzione degli assetti e alla determinazione delle strategie d'impresa (o – in negativo – a ostacolare attivamente l'adozione di decisioni aventi un particolare impatto sulla struttura societaria)⁴⁷.

Dalla parte opposta si è tuttavia convincentemente dimostrato che il riscatto di partecipazioni minime in società quotate è istituto coerente con il sistema dei valori espressi dall'*AktG*: e che del resto, se il *Bestandsschutz* venisse elevato ad asse portante della disciplina della proprietà azionaria, dovrebbe revocarsi in dubbio la legittimità di un ampio novero di disposizioni che attribuiscono alla maggioranza un penetrante potere conformativo sulla posizione degli azionisti esterni⁴⁸.

Il *Leitbild* di una tutela puramente patrimoniale dell'azionista è presente infatti, già dagli albori della legge azionaria del '65, anche nella disciplina dei procedimenti deliberativi. Legittime sono, anzitutto, forme di *Verletzung des Verbandszwecks* da deliberazione assembleare adottata a maggioranza, come quella prevista dal § 243, *Abs. 2, n. 2, AktG*: laddove si consente il conseguimento di un *Sondervorteil* a spese della società o degli azionisti di minoranza, assegnandosi a questi ultimi nient'altro che un diritto al risarcimento del danno⁴⁹. Ma anche la disciplina del gruppo gerarchico, contrattuale o di fatto, sancisce un sostanziale svuotamento – ed una riqualificazione in termini strettamente monetari – della posizione corporativa degli azionisti esterni, ai quali non spettano che prerogative di natura indennitaria, salva la garanzia di una qualche stabilità patrimoniale per la società eterodiretta⁵⁰. Un approccio del tutto simile caratterizza poi

⁴⁶ E si afferma allora che«[i]n der Anlagenscheidung liegt vielmehr die ganze Krux der Aktienanlage», concludendosi per il carattere non accessorio del *Bestandsschutz*: così HANAU, 1043.

⁴⁷ Sotto questo profilo, l'assegnazione di diritti di minoranza a partecipazioni qualificate attesterebbe la rilevanza giuridica dell'aspirazione degli azionisti esterni a partecipare alla gestione in senso lato dell'impresa: e v. infatti HANAU, 1043, testo e nt. 24. Nella letteratura italiana, v. CARIELLO, *Azioni*, 188.

⁴⁸ Sul punto v. MÜLBERT, *Aktiengesellschaft*, 259 ss.

⁴⁹ Di «'Todsünde' des Verbandsrechts» parla, con riguardo alla suddetta disposizione, MÜLBERT, *Aktiengesellschaft*, 299.

⁵⁰ Sulla tutela degli azionisti esterni nella disciplina dei gruppi v., *ex multis*, KLÖHN, 204 ss.; MÜLBERT, *Aktiengesellschaft*, 272 ss., il quale segnatamente evidenzia che i §§ 311 e 317 *AktG* non hanno riguardo alla «mitgliedschaftliche Stellung» degli azionisti della società dominata (*ivi*, 273).

la disciplina delle operazioni straordinarie (forme, queste, di *Änderung des bisherigen Verbandszwecks*), ed in particolare delle *liquidationsähnlichen Gestaltungen*, ove l'azionista esterno al controllo ha diritto ora ad un indennizzo in denaro, ora ad un'opzione di acquisto di partecipazioni nella società beneficiaria, ora alla scelta fra le suddette alternative⁵¹.

Se dunque gli azionisti di minoranza istituzionalmente sopportano, per effetto del potere dell'azionariato di controllo, «Eingriffen in ihre mitgliedschaftliche Herrschaftsposition», risulta per altro verso salvaguardata l'integrità patrimoniale del loro investimento, garantita cioè la piena compensazione del conseguente ed eventuale *Wertverlust*⁵². Secondo l'orientamento prevalente – e probabilmente preferibile – la tutela dell'*Anleger* è dunque anzitutto tutela (*del* valore della partecipazione, dunque) *dal* «Bruch des Investmentskontraktes»⁵³, ispirata a criteri funzionali che contemperano esigenze di protezione individuale dell'investitore e ragioni di efficienza del mercato dei capitali: di talché l'ablazione delle posizioni amministrative e organiche dell'azionista viene ad assumere rilievo – alla stregua del descritto *Schutzkonzept* – solo se idonea a riflettersi sull'*innerer Wert* della partecipazione del socio pregiudicato⁵⁴.

Da queste riflessioni possono trarsi alcune indicazioni di metodo, che saranno sviluppate e approfondite nel prosieguo del lavoro.

Il punto di partenza della teoria del *reiner Vermögensschutz* è costituito dall'individuazione di un sistema di valori o di priorità assiologiche che si candida a strumento di verifica della coerenza interna del diritto azionario, orientando l'interprete nella *Begrenzung* del modello minimo di tutela da garantirsi alla minoranza estranea al controllo. L'idea di fondo è che, per tracciare il limite esterno all'operatività del principio maggioritario, sia

⁵¹ Per una ricognizione sistematica di queste disposizioni v. ancora MÜLBERT, *Aktiengesellschaft*, 269 s.

⁵² È questo il punto di equilibrio del sistema dei rapporti fra maggioranza e minoranza nel diritto azionario tedesco secondo MÜLBERT, *Aktiengesellschaft*, 345 ss., il quale conclude che il legislatore del '65 «sucht allein die Vermögensposition des Aktionärs gegen Beeinträchtigungen abzusichern, nicht aber seine Position als Mitglied eines unternehmerisch tätigen Personenverbands» (*ivi*, 345). E v. ancora ID., *Grundsatz*, 1062.

⁵³ Così MÜLBERT, *Aktiengesellschaft*, 141 ss.

⁵⁴ Sul punto v. MÜLBERT, *Aktiengesellschaft*, 350 s., il quale, rilevato che «[e]inen solch objektiven, für alle Aktionäre übereinstimmenden Wert kennen [...] nur Kapitalmarktgleichgewichtsmodelle mit repräsentativem Investor, nicht aber die das Substrat aktien- und kapitalmarktrechtlicher Regelungen bildenden realen Kapitalmärkte», piega verso un *objektiver Wert im aktienrechtlichen Sinne*: nozione, questa, che appare idonea a rispecchiare la tensione del diritto azionario verso valutazioni standardizzate («als der in Ausgleichs- und Abfindungsfällen für alle Aktionäre verbindlichen Wertermittlung»). Di *Schiedswert* o «valore arbitrale» parla WEISS, 636. Di *Normwert* parla GROßFELD, 14 ss.

necessario muovere da una valutazione complessiva dell'ordinamento azionario: ovvero da principi e valori *interni alla disciplina delle s.p.a.* più che da un principio a questa sovraordinato e insensibile alle sue peculiarità.

La costruzione di un sistema di tutela *anlegerorientiert*, oltre a evitare fughe sistematiche con riguardo a istituti connotati da un potere latamente espropriativo della maggioranza, ha assunto così un significato trainante nell'interpretazione e nella soluzione di profili controversi della disciplina dell'*Aktiengesetz*: non di rado giustificandosi, su queste basi, letture restrittive dei presupposti per l'impugnazione di delibere assembleari, soprattutto se dotate di un significativo impatto sul piano dell'organizzazione (e anche al di fuori – si intende – di un'espressa indicazione di legge)⁵⁵. È evidente, in queste costruzioni, la forza del *Systemdenkens*, che astrae da un complesso di norme un *Oberbegriff* o – più spesso – un valore comune, e che per il tramite di questo restituisce coerenza all'intero diritto azionario⁵⁶: uno strumento che, in definitiva, potrebbe dimostrarsi utile, nell'ambito di quest'indagine, per verificare se anche l'autonomia statutaria, come il legislatore, goda di un (legittimo)

⁵⁵ In altre parole, si è fatto notare che anche nel contesto deliberativo i rapporti fra maggioranza e minoranza seguono sovente regole e principi «kapitalmarktbezogene» (MÜLBERT, *Aktiengesellschaft*, 347), esprimenti cioè un momento di rottura con la matrice associativa del diritto dell'impresa azionaria (e, per osservazioni di ordine più generale, v. F.M. MUCCIARELLI, *Società*, 120 ss.). Significativa è l'ipotesi della deliberazione di aumento del capitale sociale con esclusione del diritto di opzione, che il § 255 II *AktG* dice impugnabile qualora il prezzo delle azioni di nuova emissione appaia «inadeguato per difetto». È noto infatti che la laconicità della formula adottata dal legislatore tedesco ha lasciato aperto il problema dei presupposti sostanziali della deliberazione in parola: di talché, trattandosi di delibera non indifferente per la posizione corporativa degli azionisti, il legittimo sacrificio del «Vorrecht auf Investition in die eigene Gesellschaft» è stato circoscritto dalla giurisprudenza del BGH (*Kali und Salz*, in BGHZ 71, 40, 44 ss.) a ipotesi caratterizzate dalla sussistenza di un interesse della società positivamente apprezzabile, dalla necessità («Erforderlichkeit») di quella misura per il perseguimento di detto interesse e dalla proporzionalità («Verhältnismäßigkeit») tra lo svantaggio imposto agli attuali azionisti e i vantaggi che la società consegue per effetto dell'ampliamento della compagine sociale (sul tema v., più in generale, SCHOCKENHOFF, *Gesellschaftsinteresse, passim*). Una siffatta lettura non è tuttavia condivisa da quella dottrina (MÜLBERT, *Aktiengesellschaft*, 344 s., 347 ss., 357 s.) che accoglie un'accezione strettamente patrimoniale della tutela normativa delle minoranze azionarie. Su questi presupposti, il § 255 II *AktG*, interpretato in coerenza con il già citato disposto del § 243 II 2 *AktG*, collocherebbe l'operazione di *Bezugsrechtsausschluss* direttamente sul piano dei rapporti tra maggioranza e minoranza, diremmo tra forze sociali, irrilevante essendo l'incidenza della delibera sul singolo azionista, il suo «diritto» cioè alla conservazione di posizioni precostituite: ed individuerebbe nella non alterazione del valore patrimoniale della partecipazione il solo limite al potere conformativo del collegio deliberante.

⁵⁶ Sul punto v. per tutti WIEDEMANN, *Identität*, 857, 863; LUTTER-LEINEKUGEL, 261 s.; e, in una prospettiva più generale, MENGONI, *Ermeneutica*, 61.

«weiter Gestaltungsspielraum»⁵⁷.

6. Il procedimento assembleare tra soggetto e organizzazione

Nel complesso, i suddetti tentativi di sistemazione organica della *Mitgliedschaft* azionaria rappresentano senz'altro un terreno fertile per un'indagine su clausole statutarie volte a legittimare l'elisione di alcune cautele del procedimento assembleare.

Ipotizzare l'attribuzione a un socio del potere di liquidare diritti di informazione di altri soci sarebbe invero assai arduo se alla componente amministrativa della partecipazione dovesse assegnarsi rilevanza finale (e non meramente strumentale) nella ricostruzione dell'assetto di interessi su cui si fonda l'investimento azionario⁵⁸: secondo un canone che – già a una prima percezione – sembra in effetti inadeguato o almeno non esclusivo anche nel nostro ordinamento societario, data la tendenza – al pari di quanto si riscontra nell'ordinamento tedesco – a promuovere la libertà di azione del gruppo di comando contro le istanze di conservazione delle posizioni corporative dei singoli⁵⁹.

In questo quadro, la categoria del diritto soggettivo appare dotata di scarsa efficacia nella definizione dei limiti alla *Gestaltungsmacht* della maggioranza⁶⁰. Non soltanto è ormai superata l'assimilazione della

⁵⁷ E sull'ampio potere del legislatore di conformazione dell'*Aktieneigentum* v. KLÖHN, 82.

⁵⁸ D'altra parte un simile approccio allo studio dei *Vermögensrechte* trascurerebbe il fatto che la partecipazione è essenzialmente strumento e oggetto di un'attività di gestione lucrativa (M. MAUGERI, *Partecipazione*, 8, 63, 88 ss.). Ma per una diversa considerazione dei diritti amministrativi, che fa del voto «l'elemento centrale della partecipazione in senso logico-concettuale, in senso giuridico, in senso pratico», in difetto del quale la società non «sarebbe strumento dell'attività del partecipante, bensì dell'attività altrui», v. SIMONETTO, *Società*, 552 s., nt. 61 (una posizione, questa, nella quale è evidente la percezione di un'incompatibilità tra la *proprietà* dell'affare e la soggezione dell'investimento ad un potere integralmente *altrui*: e v. infatti, del medesimo A., *Responsabilità*, 141, testo e nt. 161); VITALE, 46.

⁵⁹ Una considerazione statica della *Mitgliedschaft*, quale sintesi di diritti attribuiti al socio *dalla* e *sulla* quota, non sembrerebbe dar conto – neppure nell'ordinamento societario italiano – dell'ampio «potere della maggioranza di alterare il contenuto della partecipazione sociale» degli azionisti di minoranza (il virgolettato in FRIGENI, 106), di plasmare i profili di rischio del loro investimento, di imporre deroghe al criterio della proporzionalità nella distribuzione di vantaggi e svantaggi derivanti da operazioni straordinarie (sul punto v., con particolare riguardo alla disciplina della scissione societaria ed alla regola – art. 2506-*bis*, 4° co., c.c. – che legittima un'assegnazione delle partecipazioni delle società beneficiarie ai soci della scissa in deroga al criterio di proporzionalità verso l'attribuzione di un diritto di *sell-out*, D'ATTORRE, *Il principio*, 244 ss.): e finanche di provocare coattivamente il disinvestimento attraverso (l'introduzione e) l'attivazione di una clausola statutaria di riscatto o – nelle società quotate ed al ricorrere dei presupposti previsti dall'art. 111 t.u.f. – attraverso l'esercizio del diritto di *squeeze-out*.

⁶⁰ Con specifico riguardo a quello che sarà poi il profilo oggetto di indagine, rileva la

partecipazione e delle connesse prerogative al *diritto di credito*⁶¹; ma neppure il paradigma del *Wertrecht*⁶² rappresenta una solida base per la valutazione del grado di disponibilità statutaria di poteri corporativi di fonte legale: per convincersene è sufficiente considerare l'inidoneità di quel paradigma a dar conto delle previsioni normative che diversificano lo strumento di tutela dell'interesse «in ragione dell'entità della partecipazione detenuta dal socio e della spettanza o meno del diritto di voto»⁶³.

La categoria del *diritto al valore* individua al più il bene protetto ma – perlomeno ove se ne riduca la portata a una dimensione relazionale tra il *soggetto* (l'azionista) e la *cosa* (il valore dell'investimento) – pare in sé inidonea a spiegare l'incidenza dell'attività e delle regole di organizzazione del gruppo sulle *modalità* di soddisfazione e di protezione dell'interesse.

Anche in considerazione di queste aporie sistematiche, sembra opportuno inquadrare l'informazione assembleare (e preassembleare) entro un diverso metodo di analisi: un metodo funzionale, attento alla specificità che caratterizza la *Mitgliedschaft* se confrontata con «posizioni effettuali» concernenti anch'esse la gestione di un interesse altrui ma costruite secondo la logica e i valori dell'atto⁶⁴; un metodo che, in definitiva, consenta di valutare una disciplina statutaria atipica dell'informazione anzitutto per la sua strumentalità all'esercizio dell'attività di impresa.

Su queste basi, la clausola di indennizzo, più che una forma di sottrazione di diritti corporativi alle minoranze, verrebbe a identificare una

difficoltà sistematica di ricostruire l'interesse del socio all'informazione in termini di *diritto soggettivo* GUERRERA, *La responsabilità*, 283, nt. 112.

⁶¹ E giustamente osserva M. MAUGERI, *Partecipazione*, 41, che la qualificazione della partecipazione alla stregua dei diritti di obbligazione non potrebbe dar conto della netta distanza tra la logica del rapporto obbligatorio e la natura impugnatoria dei rimedi che il socio può azionare in caso di lesione del suo interesse alla percezione dell'utile. D'altra parte, nella letteratura più risalente, l'assimilazione della partecipazione sociale ai diritti di credito rappresentava piuttosto una forma di reazione alla teoria gierkiana della proprietà collettiva: v. per tutti VIVANTE, *Trattato*, n. 304, 16, ove l'affermazione secondo la quale con il conferimento il diritto di proprietà del socio conferente «si tramuta in un diritto condizionale di credito».

⁶² Per il quale v., nella dottrina italiana, FERRI *jr*, *In tema*, 5 s.

⁶³ Una siffatta graduazione della tutela si riscontra in tema di delibere assembleari illegittime (e v. M. MAUGERI, *Partecipazione*, 49, ove i virgolettati) ed altresì – secondo l'opinione preferibile – in tema di delibere consiliari lesive di diritti degli azionisti medesimi (stante la compatibilità del requisito del possesso azionario qualificato previsto dall'art. 2377, comma 3, c.c. con la fattispecie disciplinata dall'art. 2388, comma 4, seconda parte, c.c.: così per tutti PINTO, *Funzione*, 259 ss.).

⁶⁴ Così M. MAUGERI, *Partecipazione*, 7 ss., 14, secondo il quale la centralità sistematica del profilo dell'*attività* impedisce di caratterizzare la partecipazione sociale in termini «di posizione giuridica rispetto a un bene»; ANGELICI, *La società per azioni e gli «altri»*, 54 ss.

disciplina fisiologica del procedimento e dello statuto giuridico della partecipazione esterna al controllo. Il che conduce a osservare l'informazione anzitutto alla stregua di una regola oggettiva di produzione dell'azione sociale.

Rinviandosi a un momento successivo l'analisi delle implicazioni di ordine tipologico e degli ulteriori e non secondari problemi di *Minderbeitschutz*, conviene allora spostare l'indagine sul piano del procedimento deliberativo e delle regole di funzionamento dell'assemblea. Accertata la natura dell'interesse protetto dai diritti (e correlativi obblighi) di informazione (nel corso e prima dell'adunanza) e analizzato – in termini funzionali – il nesso che intercorre tra informazione e deliberazione assembleare, si potrà poi verificare la compatibilità della clausola di indennizzo con le regole di organizzazione dell'impresa azionaria.

Superato il tradizionale riferimento alle categorie negoziali, esclusa la qualificazione del momento assembleare in termini di *combinazione di atti* dei soggetti votanti⁶⁵ (e di emersione di una *volontà* collettiva)⁶⁶, l'*Oberbegriff* della deliberazione sembra potersi individuare nella sintesi di tre profili complementari:

- (i) l'articolazione *procedimentale* del decidere⁶⁷;
- (ii) l'interazione fra posizioni di *potere* all'interno del procedimento⁶⁸;
- (iii) la produzione – per effetto di quella interazione e della mediazione legale delle regole del procedimento – di un *valore interno all'organizzazione*⁶⁹.

⁶⁵ Per l'espunzione dei fenomeni deliberativi dall'area dei fenomeni dichiarativi di produzione dell'azione, v. l'indagine di P. FERRO-LUZZI, *La conformità*, 48 ss.; e v. ora ANGELICI, *La società per azioni. Principi*, 287, 289 ss. (e v. *ivi*, 286, nt. 17, sulle incertezze sistematiche della categoria del *Rechtsgeschäft eigener Art* e di altre interpretazioni, più o meno condizionate dalla teoria del negozio giuridico). Per una diversa lettura della vicenda deliberativa, che coniuga il momento organizzativo e procedimentale con quello volontaristico e negoziale, v. M. CIAN, *La deliberazione*, 77 ss.

⁶⁶ Sul punto v. le considerazioni critiche di P. FERRO-LUZZI, *La conformità*, 62 ss.

⁶⁷ È stato osservato da P. FERRO-LUZZI, *La conformità*, 48 ss., che, mentre nei meccanismi di produzione dell'azione individuale il comportamento elementare degli agenti – il loro contegno dichiarativo – ha una rilevanza *finale* (è cioè esso stesso l'oggetto dell'operazione normativa di attribuzione di valore), nei fenomeni deliberativi l'oggetto della valutazione normativa non è il perfezionarsi del comportamento elementare, ma il costituirsi di una maggioranza: il comportamento elementare (il voto) ha una rilevanza *strumentale* (*ivi*, 52) e la norma assume ad oggetto di valutazione l'essersi verificata una serie di fatti secondo dati principi, ossia l'essersi perfezionato un procedimento (*ivi*, 50).

⁶⁸ Sul punto v. ANGELICI, *La società per azioni. Principi*, 298 ss.

⁶⁹ In questo senso la deliberazione si colloca sul piano del *giudizio* (diversamente dalla dichiarazione, che assume rilievo alla stregua di un *fatto*: così ANGELICI, *La società per azioni. Principi*, 315 s.); ed appare allora inidonea alla realizzazione dei valori tipicamente interindividuali dell'atto negoziale (su questo aspetto v. P. FERRO-LUZZI, *La conformità*, 106, 195; CHIOMENTI, 79 ss.; e, su posizioni non coincidenti, ABBADESSA, *La gestione*, 161, nt. 88, che non

Questi profili emergono lungo tutto l'arco del procedimento, dalla convocazione alla verbalizzazione.

Già la definizione di un ordine del giorno rappresenta in maniera plastica un momento di selezione autoritativa del materiale giuridicamente rilevante per l'esito del procedimento: una *posizione di potere* destinata a puntualizzarsi (perlopiù) in capo all'organo amministrativo – che della maggioranza del capitale azionario è espressione – (ma eventualmente anche in capo ad una minoranza qualificata: art. 2367 c.c.) e a condizionare l'operato dell'organo assembleare, circoscrivendo l'ambito della discussione e la portata degli interventi e delle richieste di informazioni (pertinenti alla materia, dunque funzionali all'esercizio del voto)⁷⁰.

La convocazione influenza l'intera vicenda deliberativa, che per effetto dell'ordine del giorno tende a un *giudizio di corrispondenza* tra la votazione e una proposta determinata⁷¹. Non solo: in quel giudizio di corrispondenza la deliberazione si risolve e ad esso – in un certo senso – non sopravvive, dato che con la verbalizzazione esce definitivamente dalla sfera di disponibilità del collegio votante e del presidente dell'assemblea⁷² e permea il tessuto oggettivo dell'organizzazione; affidandosi l'accertamento e la sanzione delle anomalie del procedimento – e, tra queste, di eventuali lacune istruttorie e irregolarità informative – a strumenti (successivi) di carattere impugnatorio⁷³.

Un significato essenzialmente oggettivo caratterizza poi, tra i due poli opposti della convocazione e della verbalizzazione, il momento della

esclude la riferibilità di alcuni profili del fenomeno dichiarativo a modelli d'azione non individuali). L'impostazione appena descritta legittima una considerazione oggettiva della vicenda deliberativa, che in un certo senso oblitera le posizioni di diritto soggettivo correlate alla partecipazione sociale e destinate a trovare attuazione nel circuito assembleare: consente – in altre parole – di pensare (normativamente) un'eventuale regolazione statutaria del procedimento assembleare nei termini di una disciplina dell'attività più che delle prerogative dei soggetti che partecipano al suo esercizio comune.

⁷⁰ Sul potere di convocazione e di selezione delle materie da trattare v. ANGELICI, *La società per azioni. Principi*, 293 (testo e nt. 29), 308 (testo e nt. 57).

⁷¹ ANGELICI, *La società per azioni. Principi*, 292 ss., 298; P. FERRO-LUZZI, *La conformità*, 58.

⁷² Sul punto v. ANGELICI, *La società per azioni. Principi*, 300 s., 307 s.: e sulla redazione successiva del verbale *ex art. 2379-bis*, 2° co., c.c. quale espressione di un ulteriore potere – quello di rendere non più attuale il vizio della mancata verbalizzazione – v. *ivi*, 308, nt. 56.

⁷³ E v. ancora ANGELICI, *La società per azioni. Principi*, 300, nt. 45. La verbalizzazione realizzerebbe una sorta di *Entfremdung* della delibera dalla sfera di azione dei partecipanti al collegio: ed in questa prospettiva, rilevandosi che «la dichiarazione di voto, pur certamente 'indirizzata', non si rivolge in effetti a un 'destinatario' nel modo tipico delle vicende interindividuali, [...] ma rappresenta uno dei dati sulla cui base verrà esercitato il potere di accertamento» dei risultati della votazione, potrebbe giustificarsi l'immodificabilità del voto espresso in assemblea (*ivi*, 301, nt. 46), anche fuori dal condizionamento esercitato dalla dogmatica negoziale e dalla disciplina della revoca degli atti.

discussione e della votazione. Il voto non è, *nel procedimento e per il procedimento*, «decisione individuale». Non rileva per la sua idoneità ad impegnare la sfera giuridica del votante⁷⁴: eventuali anomalie del voto possono inficiare la validità della deliberazione soltanto se esprimono altresì una violazione delle regole del procedimento, non potendosi per contro assegnare un'autonoma rilevanza alla disciplina dei vizi della volontà nell'ambito di una deliberazione collegiale⁷⁵.

Di questa rilevanza oggettiva e procedimentale del voto si trae conferma dalla previsione di una prova di resistenza per alcune patologie pur astrattamente idonee ad alterare il naturale corso della discussione. Si tratta, in particolare, dell'intervento di soggetti non legittimati e dell'invalidità di singoli voti (art. 2377, comma 5, nn. 1 e 2, c.c.): considerati allora non «per la lesione degli interessi individuali che può derivarne», in termini di alterazione del processo di formazione della volontà dell'azionista, ma «per la loro portata oggettiva nel contribuire all'esito» del procedimento⁷⁶.

Anche l'esercizio del voto è dunque parte integrante di quel giudizio di corrispondenza, di quell'operazione di selezione normativa: la stessa che, con riguardo alla legittimazione all'intervento in assemblea di società quotate, giunge persino a dissociare la sfera del giuridicamente rilevante – quella cioè che discende dalla «cooperazione del diritto oggettivo»⁷⁷ – dalla realtà empirica, esterna al procedimento e relativa alla titolarità delle partecipazioni, quella cioè che deriva dall'evoluzione storica delle vicende

⁷⁴ E v. ANGELICI, *La società per azioni. Principi*, 301 (ove il virgolettato), 306 s.: d'altra parte, la stessa efficacia vincolante della deliberazione verso tutti i soci *ex art.* 2377, 1° co., c.c. «corrisponde ai modi di rilevanza [dell']assetto organizzativo» societario (*ivi*, 290, nt. 24).

⁷⁵ Tant'è che eventuali anomalie del voto possono inficiare la validità della deliberazione soltanto se esprimono altresì una violazione delle regole del procedimento, non potendosi per contro assegnare un'autonoma rilevanza alla disciplina dei vizi della volontà nell'ambito del fenomeno deliberativo: sul punto v. SACCHI, *L'intervento*, 216 ss.; ANGELICI, *La società per azioni. Principi*, 301 ss., testo e nt. 47; ID., *Società*, 987 s.; P. FERRO-LUZZI, *La conformità*, 54 s., 61 s.

⁷⁶ Così ANGELICI, *La società per azioni. Principi*, 310; e v. altresì ID., *Note sul procedimento*, 79; MASSA FELSANI, 34 s., 41. D'altra parte, la riduzione del voto dell'azionista ad una dimensione rigorosamente *interna al procedimento* ha consentito alla dottrina di giustificare tutta una serie di soluzioni dirette ad accentuare l'autonomia della deliberazione assembleare dalle retrostanti posizioni di diritto soggettivo: fra queste, la preclusione verso forme di esecuzione coattiva di obblighi interindividuali aventi ad oggetto il suo esercizio in assemblea (sul punto v. ANGELICI, *La società per azioni. Principi*, 304 ss.) e l'asserita irrilevanza del conflitto di interessi del delegato al voto (così S. GATTI, 148 ss.; SACCHI, *L'intervento*, 211 s.; e v. anche ANGELICI, *La società per azioni. Principi*, 302 s., nt. 47, il quale segnala che la soluzione potrebbe tuttavia mutare nel contesto degli artt. 135-*decies* e 135-*undecies* t.u.f., «ove le *istruzioni* del socio sembrano pur esse costituire un momento del procedimento assembleare e, di conseguenza, condizionare al loro rispetto anche il suo valore giuridico»).

⁷⁷ L'espressione è di ANGELICI, *La società per azioni. Principi*, 291.

di *diritto soggettivo*.

Il significato metaindividuale della partecipazione dell'azionista al procedimento dev'essere tuttavia correttamente inteso. Qualificare la deliberazione nei termini di un valore che risulta da una dialettica fra poteri e che accede alla sequenza organizzativa societaria non significa negare la possibile rilevanza *intersoggettiva* della vicenda assembleare: ovvero la possibile instaurazione di rapporti reciproci tra azionisti improntati a un dovere di protezione dell'altrui sfera giuridica, e fonte, per questo, di specifiche responsabilità⁷⁸.

D'altra parte l'ostacolo al teorema della responsabilità deliberativa del socio di controllo non è dato, tradizionalmente, da una concezione *oggettiva* del procedimento assembleare, ma, all'opposto, da una rappresentazione aprioristica del voto in termini di diritto soggettivo, unita al principio in forza del quale *qui iure suo utitur neminem laedit*⁷⁹.

La sintesi di quei tre profili (procedimento; interazione tra poteri; emersione di un valore) non deve allora assumere un significato istituzionalistico ed anticontrattualistico. Attraverso quella ricostruzione, nient'altro si intende dire se non che le posizioni soggettive dei partecipanti in tanto incidono sulla deliberazione e sul suo valore oggettivo in quanto esprimano l'attuazione o la violazione di una regola del procedimento. Ma questo non esclude che poi, all'interno dell'episodio deliberativo, in forza del vincolo contrattuale originario o per effetto di un contatto socialmente qualificato, possa prendere forma un rapporto giuridico tra gli azionisti *ad altri fini rilevante*⁸⁰.

Le considerazioni che precedono non sono prive di conseguenze sul versante dei diritti di informazione. La spersonalizzazione della vicenda

⁷⁸ Sulla *Treuepflicht* nei rapporti fra azionisti nello specifico contesto della vicenda deliberativa v. GUERRERA, *La responsabilità*, 290, 342; GAMBINO *Il principio, passim*; WIEDEMANN, *Zu den Treuepflichten*, 963, che vede nella *mitgliedschaftliche Treuepflicht* quella *Rechtsausübungsschranke* (al potere della maggioranza deliberante) attraverso la quale il diritto delle società di capitali tutelerebbe gli azionisti di minoranza «auch vor einer Entwertung ihrer Mitgliedschaft durch unmittelbare oder mittelbare Eingriffe»; TIMM, *Zur Sachkontrolle*, 403 ss., 412 ss.; WEBER, 53 ss., 57 ss., 67 s.; VERSE, 450 s.; HÜFFER, 67; LUTTER, 446 ss., 454 ss.; RAISER-VEIL, *Recht*, 74 ss. Nella dottrina italiana, in generale sui doveri di correttezza nei rapporti fra soci, v., *ex multis*, M. STELLA RICHTER jr, *Trasferimento*, 276 ss., 293, 322 ss.; ANGELICI, *Note in tema di rapporti*, 681 ss.; ID., *La circolazione*, 110, testo e nt. 26; ID., *Della società*, 141 ss.; M. MAUGERI, *Partecipazione*, 165; DI SABATO, 133 ss., 138 ss.; GUERRERA, *La responsabilità*, 117 s., 153 ss.; ID., *Illecito*, 201 ss.; WEIGMANN, *I doveri*, 63 ss.

⁷⁹ Sul punto v. v. GUERRERA, *La responsabilità*, 8 ss., 109 ss.

⁸⁰ Sul punto v. ANGELICI, *Rapporti*, 1017 ss., 1022, secondo il quale rientra nel novero dei rapporti sociali e deve ritenersi permeata dai principi generali della correttezza o *mitgliedschaftliche Treuepflicht* ogni vicenda che abbia come protagonista un socio e che appaia idonea ad incidere su interessi sociali degli altri *Verbandsmitglieder*.

assembleare e la rilevanza essenzialmente oggettiva del contributo del singolo partecipante inducono a domandarsi se anche l'informazione che circonda il procedimento deliberativo non assuma un'analogia portata strumentale: se anch'essa, cioè, non debba considerarsi esclusivamente alla stregua di un fattore o di una variabile di quel giudizio e di quella selezione oggettiva e normativa del dato reale funzionali all'emersione di un valore della sequenza organizzativa.

Se così fosse, ne deriverebbero probabilmente due corollari. In primo luogo, non sarebbe infondato ipotizzare un'estensione alla non conformità della deliberazione per vizi informativi di quel principio di *resistenza* espressamente codificato per la partecipazione all'assemblea di soggetti non legittimati, per l'invalidità o l'erroneo conteggio dei voti e per le irregolarità della verbalizzazione⁸¹. Sarebbe cioè plausibile chiedersi per quale ragione una lacuna nell'informazione, seppure in concreto inidonea ad alterare il risultato finale, possa travolgere il deliberato, laddove altri vizi – alcuni dei quali, peraltro, di carattere latamente informativo (v. art. 2377, comma 5, n. 3, c.c.) – lasciano impregiudicate le sorti della delibera. E non sarebbe allora irragionevole verificare la possibilità di trattare i vizi informativi alla stregua di un principio di effettività causale, del tutto analogo a quello che altrove impedisce di rovesciare una deliberazione in presenza di anomalie ininfluenti – sulla base di un giudizio controfattuale – sul risultato della votazione. O quantomeno verificare la possibilità di estendere all'ordinamento italiano la soluzione accolta dal sistema azionario tedesco (§ 243, Abs. 2, AktG), che concede l'*Anfechtungsklage* per inesattezza, incompletezza od omissione dell'informazione soltanto laddove, nella ricostruzione *ex post* della vicenda deliberativa dal lato dell'*objektiv urteilender Aktionär*, la regolarità del procedimento informativo appaia condizione essenziale («wesentliche Voraussetzung») per un diverso sviluppo della posizione corporativa dell'azionista: non solo cioè per un diverso esito del procedimento deliberativo ma anche per l'esercizio di prerogative sociali che la carenza informativa ha ostacolato o impedito⁸².

⁸¹ Si porterebbe allora alle estreme conseguenze il ragionamento sviluppato da ZANARONE, *L'invalidità*, 239 ss., che non fa coincidere l'area della tutela demolitoria con la generica violazione della legalità del procedimento, fondando per contro la rilevanza del vizio sulla sua idoneità ad influenzare la «formazione della volontà sociale» (*ivi*, 240, nt. 54).

⁸² D'altro canto sembra questo un possibile – se non inevitabile – esito della affermazione (di FERRI jr, *In tema*, 18) secondo la quale il valore procedimentale della vicenda in discorso renderebbe «non solo inutile, ma tecnicamente improprio, ogni tentativo [...] di 'traduzione' in termini soggettivi delle regole oggettive del procedimento»; oltreché dell'applicazione alla materia dell'informazione preassembleare di un principio di raggiungimento dello scopo (non a caso evocato, in coerenza con la complessiva connotazione procedimentale della funzione deliberativa, da ANGELICI, *Note in tema di procedimento*, 75), inteso nella sua accezione più

In secondo luogo, se l'informazione – assembleare e preassembleare – dovesse apparire in ogni caso un elemento *oggettivamente rilevante e funzionalmente connesso con l'esercizio del voto e con il risultato del procedimento deliberativo* (e non piuttosto uno strumento di tutela della sfera giuridica individuale degli azionisti, al limite anche indifferente alla produzione del suddetto valore oggettivo), le clausole più sopra ipotizzate sarebbero verosimilmente incompatibili con l'ordinamento delle società per azioni⁸³. Potrebbe cioè ritenersi indisponibile il valore dell'informazione, poiché parte anch'esso di quella disciplina di carattere imperativo, *posta a tutela di interessi metaindividuali*, che rappresenta il costo – in termini normativi – di un'iniziativa collettiva tributaria del risparmio anonimo⁸⁴.

La prospettiva oggettiva del procedimento e della produzione di un valore organizzativo, ove risultasse idonea a *contenere* la rilevanza normativa dei processi di informazione correlati all'episodio assembleare, finirebbe per esporre le cennate clausole ad una crisi di rigetto⁸⁵: e, prima ancora di identificare un criterio ermeneutico destinato a sorreggere l'indagine e a verificare la tenuta di quelle clausole in rapporto al sistema dei valori espressi dal diritto dell'impresa azionaria, la ricerca dovrebbe arrestarsi e rassegnare conclusioni negative, a meno di voler revocare in dubbio le premesse del ragionamento e retrocedere per assurdo (ad uno stadio della riflessione ormai superato, dunque) ad una concezione della deliberazione assembleare modellata sul soggetto, permeata da elementi volontaristici e condizionata dai paradigmi di diritto negoziale.

preclusiva. Sulla disciplina tedesca dell'invalidità delle deliberazioni assembleari per vizi di carattere informativo v. NOACK-ZETZSCHE, 224.

⁸³ Si è d'altronde correttamente segnalato – MASSA FELSANI, 33 s. – che, anche nelle società per azioni chiuse, l'individuazione degli spazi di autonomia statutaria nella disciplina del procedimento assembleare postula un confronto stringente con disposizioni *di diritto oggettivo*: assumendo – sotto questo profilo – un rilievo del tutto accessorio e in ogni caso non determinante la constatazione del complessivo rafforzamento dello strumento contrattuale nella definizione delle regole dell'organizzazione sociale e segnatamente del procedimento assembleare ad opera del d.lgs. n. 6/2003 (e v. l'art. 4, comma 2, lett. *a*, e comma 7, lett. *a* e lett. *d*, della legge delega n. 366/2001).

⁸⁴ Sul punto v. SPADA, *Autorità*, 703 ss., 718 s., secondo il quale l'accesso al risparmio anonimo chiede un alto prezzo normativo in termini di «inderogabilità forte dello statuto legale», mentre un'iniziativa economica collettiva non tributaria del risparmio anonimo (è il caso – appunto – della s.r.l.) si presta ad essere disciplinata attraverso le forme di un *Lückenrecht*.

⁸⁵ Se si muove cioè dal presupposto che nella società per azioni «ogni processo decisionale è funzione dell'informazione» (così BOCCHINI, 232), sembra difficile individuare un criterio di misurazione degli spazi di autonomia statutaria diverso da quello che assegna carattere indisponibile a tutte le disposizioni volte ad attuare il valore della simmetria informativa.

CAPITOLO SECONDO

L'INFORMAZIONE ASSEMBLEARE E PREASSEMBLEARE: INTERESSI E VALORI

SOMMARIO: 1. La collegialità assembleare: profili funzionali – 2. Collegialità assembleare e informazione agli azionisti – 3. L'azionista e il diritto all'informazione. In particolare: l'informazione preassembleare – 4. Il fondamento dei diritti di informazione dell'azionista – 5. Informazione preassembleare e società quotate – 6. Informazione preassembleare e strumenti di tutela. In particolare: il risarcimento del danno da deliberazione viziata per violazione dei diritti di informazione – 7. La tutela dell'informazione preassembleare tra soggetto e procedimento

1. La collegialità assembleare: profili funzionali

La legittimazione statutaria di deviazioni occasionali dalla disciplina dell'informazione preassembleare rappresenta una parziale destrutturazione del paradigma collegiale: per questo intendendosi una modalità di decisione del gruppo organizzato che postula la preliminare delimitazione e istruzione del *thema deliberandum*, seguita poi dalla discussione e votazione, in un unitario contesto di spazio e di luogo, della proposta formulata dall'organo convocante. L'esercizio del potere statutario di compressione e indennizzo dell'informazione consentirebbe al principio di maggioranza di spiegare i propri effetti pur in carenza di un'attività istruttoria ordinariamente necessaria e condizionante la validità del risultato deliberativo.

Un'indagine condotta sul piano degli interessi e nella prospettiva del nesso che intercorre tra informazione e attività comune non può prescindere da un'analisi critica del contributo che il procedimento collegiale – ora riguardato anzitutto quale garanzia di una *partecipazione informata* alla votazione – arreca al perseguimento dell'interesse collettivo. Detta scelta di metodo può spiegarsi in considerazione dell'immediata rilevanza che il ragionamento sulla *funzione* della collegialità assembleare verrebbe ad assumere per la qualificazione dell'informazione spettante agli azionisti in occasione e in ragione di quel procedimento. D'altro canto, trattandosi di verificare se l'informazione prescritta nella fase di istruzione della proposta di delibera costituisca essa stessa parte necessaria di quella disciplina inderogabile «di diritto oggettivo» cui sembrerebbe ridursi l'intero procedimento assembleare, l'esito della ricerca potrebbe apparire in larga misura già tracciato se si dovesse assegnare alla collegialità – e indifferentemente a ogni suo segmento – una funzione trascendente gli

interessi degli azionisti *uti individui*.

Secondo un'impostazione tradizionale, la collegialità assembleare assumerebbe anzitutto un ruolo di *garanzia*. Garantirebbe le minoranze «contro i colpi di maggioranza» e più in generale il singolo azionista: che accetterebbe di vincolarsi alle regole dell'organizzazione capitalistica e al volere della maggioranza sul presupposto di un «sicuro affidamento nell'aperto e onesto formarsi di essa»⁸⁶.

L'allargamento della sfera di partecipazione a soggetti esterni al controllo non sarebbe peraltro indifferente alla funzionalità dell'organismo societario nel suo complesso. Per effetto dell'arricchimento della base istruttoria preliminare alla decisione, si consentirebbe un'«influenza reciproca delle tendenze e volontà individuali». Si istituirebbe cioè un sistema di «controlli interni in vista di una gestione avveduta dell'impresa»: allora elevandosi il metodo collegiale e, per il suo tramite, il coinvolgimento delle minoranze a strumento di ponderazione delle scelte di governo della società⁸⁷.

Non trascurabile sarebbe poi la funzione compositoria del procedimento. La possibilità di un confronto simultaneo tra valutazioni e interessi non convergenti e la conseguente negoziazione della proposta agevolerebbero il raggiungimento dei *quorum* – specialmente di quelli qualificati dell'assemblea straordinaria o di *quorum* ulteriormente rafforzati – assai più di un sistema referendario di raccolta dei consensi: che per contro, in contesti proprietari non concentrati, potrebbe esporre la società a un maggiore rischio di paralisi operative⁸⁸.

⁸⁶ I virgolettati sono tratti da Cass. Torino, 17 marzo 1916, in *Foro it.*, 1916, I, 799 ss. L'articolazione procedimentale del decidere sarebbe elemento di mediazione necessario tra l'interesse della maggioranza a determinare le sorti dell'impresa e l'interesse della minoranza a partecipare ai processi di indirizzo dell'azione amministrativa: l'argomento è ampiamente sviluppato nell'indagine di VENDITTI, 50 ss. E giunge sostanzialmente inalterato nella letteratura più recente (sebbene depurato da premesse aprioristiche, che facevano della collegialità lo strumento di unificazione delle dichiarazioni di voto e il presupposto formale di imputazione della decisione al gruppo organizzato). Di interesse alla legalità dell'azione sociale quale fondamento dell'inderogabilità del metodo assembleare parla SERRA, 38 s., riferendolo non solo alla collettività dei soci ma anche ai terzi [nonostante poi, in tema di assemblea totalitaria, si rilevi che l'assunzione della delibera con il voto unanime dei soci valga a paralizzare l'eventuale opposizione di amministratori e sindaci, dato che i soci – soli titolari del diritto di voto – «sono altresì liberi di apprezzare il (mancato) contributo che i componenti dell'organo gestorio e dell'organo di controllo possono apportare alla discussione»: *ivi*, 59, nt. 30].

⁸⁷ In questo senso v. GRIPPO, *Deliberazione*, 91.

⁸⁸ Sul punto v. S. ROSSI, *Diritti*, 887 ss. Accenna alla funzione compositoria della collegialità assembleare, muovendo dall'irrelevanza della composizione di interessi non convergenti nel diverso ambito del consiglio di amministrazione, ZANARONE, *La clausola*, 137.

Che tuttavia alla collegialità assembleare possa assegnarsi, in forza della sua *natura* di strumento di partecipazione, una *funzione* di ponderazione delle decisioni e di composizione delle volontà individuali o particolari per il miglior funzionamento dell'ente, e che su queste basi possa costruirsi l'assunto dell'inderogabilità del procedimento, non sembra affatto un dato sicuro⁸⁹. Certo è, specialmente in *alcune* realtà azionarie, che l'adozione delle decisioni attraverso il metodo collegiale potrebbe promuovere la dialettica interna tra forze sociali e di conseguenza favorire una selezione accorta dell'organo gestorio e un'attenta valutazione delle opzioni strategiche di competenza dell'assemblea: o – ancora – propiziare il raggiungimento di equilibri decisionali, particolarmente in ordine a materie soggette a *quorum* più elevati. Ma in nessuna di queste direzioni sembra assidersi il nucleo minimo di tutela che giustifica l'immanenza della collegialità all'impresa azionaria⁹⁰: e ciò per le ragioni che seguono.

In primo luogo è da rilevarsi che le regole del procedimento collegiale appaiono quantomeno neutre sotto il profilo della partecipazione delle minoranze all'attività comune⁹¹. L'attribuzione agli azionisti esterni di poteri di interferenza nella gestione discende piuttosto dalle norme sulla competenza assembleare e sulla nomina degli amministratori: è evidente che, se il fine ultimo della collegialità fosse quello di articolare la gestione dell'impresa in decisioni (*ponderate perché*) *influenzate* dall'azionariato esterno al controllo, essa risulterebbe un'arma spuntata in presenza di un assetto di competenze nettamente sbilanciato a favore dell'organo amministrativo e in mancanza di un'effettiva rappresentanza delle minoranze nella composizione del consiglio⁹².

⁸⁹ Per un inquadramento sistematico del problema della collegialità ed una valutazione critica delle posizioni ricordate nel testo v. S. ROSSI, *Il voto*, 135 ss.; e, con specifico riguardo alla funzione di ponderazione, v. ABBADESSA, *Deliberazioni*, 307 ss.

⁹⁰ Nessuna di queste sembra cioè identificare la *funzione* del procedimento assembleare. Un ragionamento non diverso è sviluppato da FRIGENI, 117, con riguardo al diritto di recesso e alla diffusa affermazione – dall'A. non condivisa – per la quale l'istituto avrebbe la *funzione* di stimolare la negoziazione endosocietaria e la condivisione degli indirizzi strategici.

⁹¹ In questo senso v. per tutti S. ROSSI, *Il voto*, 137.

⁹² D'altra parte è pure significativo – come meglio si osserverà più avanti – che gli obiettivi di democrazia azionaria e di potenziamento del monitoraggio degli investitori istituzionali sulla gestione societaria vengano avvertiti e perseguiti quasi esclusivamente per le società con titoli diffusi e specialmente quotate, nelle quali – anche alla luce della direttiva 2007/36/CE e della disciplina italiana di attuazione – il coinvolgimento delle minoranze risponde a esigenze di ordine pubblico del mercato. Solo in quel contesto, cioè, l'idea (perlopiù *de lege ferenda*) di un rafforzamento dell'assemblea non solo come mezzo di partecipazione ma anzitutto quale regola di *Zuständigkeit* si pone al servizio di obiettivi sicuramente metraindividuali (sul rapporto tra la partecipazione delle minoranze ai processi di governo dell'impresa e il profilo della distribuzione delle competenze di *alta gestione* v. S. ROSSI, *Diritti*, 897 s.); laddove invece, in

Vero è che di funzione partecipativa del procedimento potrebbe pure parlarsi con riguardo alla generale capacità dell'assemblea di «aggregare le diverse ed eterogenee preferenze degli investitori e di convogliarne e canalizzarne gli esiti agli amministratori, così orientandone di fatto le scelte concernenti il governo complessivo dell'impresa»⁹³. Ma, anche accogliendosi questa più cauta nozione di partecipazione delle minoranze al governo della società, è agevole constatare che un modello di decisione improntato a collegialità non solo non promuove istanze di *shareholder democracy* ma anzi per certi versi ne ostacola l'attuazione, alimentando nei piccoli azionisti – la prassi lo ha ampiamente dimostrato – la razionale apatia e il disinteresse per l'esercizio delle prerogative corporative⁹⁴. Al punto che il legislatore, con l'obiettivo di vincere l'assenteismo delle masse di azionisti risparmiatori e di rivitalizzarne la presenza in assemblea, ha liberalizzato il regime delle deleghe di voto e ha consentito l'introduzione statutaria del voto per corrispondenza: istituto, questo, che si pone in contraddizione con uno dei profili qualificanti della collegialità⁹⁵.

Al di là di quanto appena osservato in ordine all'idoneità dello strumento collegiale a consentire il coinvolgimento (e l'influenza) delle minoranze nella (e sulla) gestione del patrimonio comune, è poi da

società per azioni non aperte al mercato, il tentativo (perlopiù *de lege lata*) di allargare la sfera di competenza dei soci a decisioni (innominate) di carattere primordiale (sul tema v., con posizioni non coincidenti, M. MAUGERI, *Considerazioni*, 336 ss., 341 ss.; ABBADESSA-MIRONE, 269 ss.; PORTALE, *Rapporti*, 5 ss.) risponde a una logica di tutela di interessi *attuali* e non trascendenti il *gruppo* di azionisti della singola società.

⁹³ Il virgolettato è di M. MAUGERI, *Considerazioni*, 419.

⁹⁴ La democratizzazione della *governance* azionaria potrebbe poi più efficacemente raggiungersi – ed allora estendersi anche alla sfera propriamente gestoria – mediante la predisposizione, attualmente obbligatoria per le sole società con azioni quotate, di sistemi di voto di lista o di tecniche alternative dirette a garantire una rappresentanza effettiva delle minoranze nel consiglio di amministrazione: sul punto v. M. STELLA RICHTER *jr*, *La collegialità*, 304 ss. Un obiettivo di tutela della medesima istanza partecipativa è ascrivibile anche alle clausole *simul stabunt simul cadent*, le quali, escludendo l'integrazione dell'organo amministrativo per cooptazione, evitano che la cessazione dalla carica di un consigliere di minoranza divenga occasione per depotenziare la rappresentanza degli azionisti esterni in consiglio: e v. *ivi*, 307 s.; CORAPI, 179; SANFILIPPO, *Funzione*, 274 s., nt. 583. D'altra parte, secondo la prevalente dottrina (v. per tutti GHEZZI, 255), la maggioranza cooptante – salvo diversa disposizione statutaria – non ha alcun obbligo di preventiva consultazione della minoranza azionaria.

⁹⁵ Contraddizione che si farebbe ancora più marcata se, come già è stato sperimentato da alcuni ordinamenti stranieri, si consentisse la partecipazione a distanza degli azionisti interessati e al contempo si rendesse superflua la stessa costituzione dell'assemblea in un determinato luogo fisico: il che però, se da una parte asseconda – come già il disposto dell'art. 2370, comma 4, c.c. – le esigenze di mobilitazione del singolo investitore *retail*, dall'altra non lascerebbe indifferente il profilo della partecipazione attiva degli investitori qualificati, date le non trascurabili implicazioni sulla trasparenza interna e sui rapporti con l'organo amministrativo (S. ROSSI, *Diritti*, 897 ss.).

escludersi che l'efficacia ponderatoria del metodo assembleare possa assumere connotati (in senso stretto) *funzionali*.

D'altro canto, la ponderazione presuppone la strumentalità del decidere alla cura di un *dato interesse*, condizionante il potere di autodeterminazione dei decidenti all'interno del gruppo: di un interesse cioè che preesiste al processo decisionale e che rappresenta il fine e il limite positivo del comportamento dei partecipanti. Ma l'assemblea non costituisce espressione di una funzione vincolata al perseguimento di un *dato*⁹⁶.

Una siffatta caratterizzazione funzionale «in ordine ad una zona precostituita d'interessi di gruppo» può ascriversi all'attività deliberativa del consiglio di amministrazione⁹⁷, costretta *anche per questo* – per consentire cioè una gestione oculata dell'impresa – alla puntuale osservanza dei procedimenti prescritti⁹⁸. Altro deve dirsi con riguardo all'episodio assembleare, in occasione del quale l'azionista può perseguire attraverso il voto i vantaggi ritenuti più coerenti con le ragioni personali e insindacabili del suo investimento: rilevando allora l'interesse sociale nei termini, puramente negativi, che discendono dal divieto di tendere a un *Sondervorteil* (per il tramite e) a costo della partecipazione sociale⁹⁹. L'assenza di un interesse comune idoneo ad orientare *ex ante* il voto degli azionisti in assemblea in direzione di una scelta adeguata¹⁰⁰ sembra da sé sufficiente a fugare un qualsiasi tentativo di costruire l'inderogabilità della collegialità sulla sua asserita funzione ponderatoria¹⁰¹.

Analoghe perplessità susciterebbe un ragionamento che muovesse

⁹⁶ In questo senso v. in particolare GAMBINO, 102 ss., 106, 161 ss.; COLOMBO, *La cessione*, 1459 s.

⁹⁷ Il virgolettato è di SPADA, *La tipicità*, 162. L'alterità tra titolarità dell'affare e potere di gestione è ben evidenziata da ABBADESSA, *Le disposizioni*, 22.

⁹⁸ Ed infatti il sistema non sembra tollerare una conformazione statutaria della disciplina legale del procedimento consiliare che contrasti, anche in minima parte, con l'interesse all'unità della gestione, «nel suo aspetto oggettivo della *coerenza dell'azione*, e soggettivo della *partecipazione all'esercizio del potere da parte di ogni amministratore*»: così SANFILIPPO, *Funzione*, 128.

⁹⁹ Si tratta di un principio ormai pacifico. Sul punto v. ANGELICI, *La società per azioni. Principi*, 108 ss.; e già JAEGER, *L'interesse (1964)*, 177 ss.; MENGONI, *Appunti*, 458. È una tale concezione negativa dell'interesse comune – che assegna rilevanza a quest'ultimo soltanto laddove possa ravvisarsi l'interferenza di un interesse atipico con il fascio di interessi astrattamente tipici del gruppo deliberante – v. SACCHI, *Il conflitto*, 3150 s.

¹⁰⁰ Ciò che del resto contraddirebbe la vocazione pluralistica dell'impresa azionaria, l'essere cioè quest'ultima veicolo potenziale (e spersonalizzato) di interessi di investimento eterogenei e al limite contrapposti: e v. ANGELICI, *La società per azioni. Principi*, 93, 101 ss.; e, con specifico riguardo ai diritti di informazione, GIORGI, 4, nt. 7.

¹⁰¹ In questa stessa direzione valorizza altresì la disciplina del voto per corrispondenza (allora circoscritta alla legge sulle privatizzazioni) e la circostanza che il socio non abbia alcun obbligo di partecipare alle assemblee S. ROSSI, *Il voto*, 163 s.

dall'efficacia compositoria del procedimento assembleare per elevarla a *funzione* e inferire l'inammissibilità di deroghe alla collegialità. Non si intende certo dubitare dell'idoneità dello strumento assembleare a comporre attraverso forme predeterminate interessi e istanze non convergenti. Si intende piuttosto rilevare che quell'idoneità non assume carattere funzionale: atteso che ciò postulerebbe la rilevanza, *tanto sul piano fattuale quanto sul piano giuridico*, della divergenza tra posizioni sociali; mentre sotto entrambi i profili la dimostrazione della cogenza del procedimento non potrebbe porsi in termini di assolutezza.

Da un lato, è evidente che *solo nelle realtà societarie prive di uno stabile azionariato di controllo* la collegialità assembleare potrebbe rivelarsi un utile strumento di mediazione tra interessi contrapposti. Nessuna composizione può invece aver luogo in presenza di un azionista o di un gruppo di azionisti in grado di determinare da sé soli la volontà collettiva¹⁰²: risultando allora la sintesi tra istanze contrapposte un effetto meramente accidentale (e in questo senso *non funzionale*) del procedimento collegiale, sovente celebrato – al contrario – per ufficializzare una posizione di potere già attribuita dal possesso azionario o da accordi parasociali¹⁰³.

Neppure il dato normativo sembra spingere a una lettura del procedimento collegiale quale strumento di negoziazione tra forze sociali. Emerge anzi dalla disciplina dei *quorum* assembleari un sostanziale disinteresse per la soluzione transattiva di divergenze tra maggioranza e minoranza.

Confortano quest'assunto il divieto di innalzare statutariamente i *quorum* prescritti per le delibere di nomina e revoca degli amministratori e di approvazione del bilancio di esercizio¹⁰⁴ e la progressiva abrogazione di maggioranze superstraordinarie per materie in ordine alle quali potrebbe apparire vivo l'interesse degli investitori a negoziare il proprio dissenso (v.

¹⁰² E del resto il percorso di indagine intrapreso in questa sede presuppone la presenza di una solida maggioranza di controllo: di talché il rifiuto di deroghe occasionali al procedimento legale non potrebbe ragionevolmente fondarsi sull'asserito carattere imperativo della composizione assembleare fra azionisti

¹⁰³ Sul punto v. COSTI, *La Cassazione*, 671 ss., il quale rileva che la compressione del principio di collegialità derivante dalla stipulazione di sindacati di voto non pregiudica gli interessi tutelati attraverso la disciplina inderogabile dettata per le delibere assembleari di società di capitali (*ivi*, 673). E per un'efficace sintesi delle posizioni della dottrina intorno al problema della validità di sindacati di voto prima dell'introduzione della disciplina attuale dei patti parasociali, v. per tutti COTTINO, *Ancora*, 2336.

¹⁰⁴ In questo senso v. S. ROSSI, *Il voto*, 161. Anche per deliberazioni di forte rilievo organizzativo (e di competenza dell'assemblea straordinaria) è stata evidenziata un'analogha tendenza alla «riduzione del potere interdittivo delle minoranze azionarie»: così GUIZZI, *Gli azionisti*, 79. E v. già LIBONATI, *Il ruolo*, 86 ss., 94.

art. 2441, comma 5, c.c.)¹⁰⁵. Nella stessa direzione può poi apprezzarsi il (più volte) novellato art. 2369, comma 1, c.c., che – salvo diversa previsione statutaria e salve le disposizioni di legge «che richiedono maggioranze più elevate» per determinate delibere – concentra le assemblee di società per azioni aperte al mercato in un unico rito, con immediata applicazione dei quozienti tradizionalmente previsti per la seconda convocazione di assemblea ordinaria e per la terza convocazione di assemblea straordinaria¹⁰⁶: ponendosi anch'esso, in definitiva, nel solco della tendenza a privilegiare istanze di efficienza e di semplificazione del procedimento a dispetto di un effettivo *bargaining* tra gli azionisti.

2. Collegialità assembleare e informazione agli azionisti

Alla luce delle considerazioni che precedono, pare arduo giustificare sul piano dei valori e degli interessi protetti il «ruolo tipologico necessario»¹⁰⁷ della collegialità assembleare nell'ambito delle società per azioni fintantoché il discorso muova da superiori esigenze di funzionalità dell'organismo societario¹⁰⁸. Conviene forse tentare un diverso percorso ricostruttivo, teso a valorizzare il profilo partecipativo, dunque il coinvolgimento dei soci esterni, non – tuttavia – per i suoi riflessi sulla gestione sociale quanto – piuttosto – per la tutela di *interessi sostanziali e individuali* degli stessi azionisti.

In altre parole, il profilo partecipativo sembra doversi disancorare da istanze di ponderazione e di composizione che guardano al migliore interesse dell'impresa *an sich*. La rilevanza imperativa del procedimento sembra doversi apprezzare nella prospettiva del *gruppo* degli azionisti attuali e *in senso riflessivo* piuttosto che *transitivo*: elevandosi le garanzie del procedimento a strumento di migliore ponderazione di scelte che

¹⁰⁵ Un ulteriore rilevante ostacolo al perseguimento di intenti compositivi è rappresentato dal vincolo che l'ordine del giorno spiega sulla discussione, limitata agli argomenti e materie in esso indicati, con la sola eccezione delle deliberazioni consequenziali e accessorie e della delibera concernente la proposizione dell'azione sociale di responsabilità contro gli amministratori per fatti di competenza dell'esercizio relativo al bilancio oggetto di approvazione: ciò che, se da un lato salvaguarda l'interesse degli azionisti ad orientare le proprie scelte – di presenza informata o di mancata presenza alla riunione – sulla base di un predeterminato *thema decidendum* (SERRA, 53), dall'altro lato circoscrive il potere negoziale delle minoranze entro i confini già tracciati dall'organo amministrativo nell'atto di convocazione (S. ROSSI, *Il voto*, 143).

¹⁰⁶ Per una lettura parzialmente diversa v. S. ROSSI, *Diritti*, 887 ss.

¹⁰⁷ Così SPADA, *La tipicità*, 463, nt. 386.

¹⁰⁸ Ipostatizzante e del pari non risolutivo è poi l'argomento (VENDITTI, 55) che eleva il metodo assembleare a condizione formale di imputazione delle decisioni sociali alla persona giuridica quale soggetto distinto dai soci votanti.

competono al singolo azionista in ordine alla gestione della ricchezza investita e che al limite potrebbero apparire persino indifferenti all'organizzazione di gruppo o quantomeno non transitare sul risultato del procedimento.

Solo apparentemente si colloca in quest'alveo la dottrina che fonda la giustificazione dell'inderogabilità del paradigma collegiale sul legittimo interesse della minoranza a «comunicare agli altri le ragioni del proprio dissenso», a far sì cioè che, «attraverso il contraddittorio, possa eventualmente prevalere la sua tesi»¹⁰⁹.

L'interesse alla dialettica assembleare e alla completezza delle conoscenze ad essa strumentali, se concepito nei termini di un interesse alla persuasione o alla dissuasione degli altri soci, è anzitutto destinato a scontrarsi con quelle strutture proprietarie caratterizzate dalla presenza stabile e attiva di un azionariato di controllo, specialmente là dove la partecipazione di maggioranza consenta l'assunzione isolata di delibere di *Strukturänderung*¹¹⁰. Né può sostenersi che l'interesse alla persuasione della compagine sociale per il conseguimento di un determinato esito deliberativo riceva un'apprezzabile considerazione dalla disciplina in materia di *quorum*, che – come si è detto – appare sempre più orientata verso un canone di efficienza deliberativa e di concentrazione del rito assembleare. Ma forse quell'interesse neppure risulta tipologicamente indefettibile: potendosi osservare – all'opposto – che il comune azionista è colui che «sottoscrive o acquista le azioni con la precisa intenzione di rimettersi alle altrui determinazioni»¹¹¹.

La verità è che quell'argomento sottende il medesimo rischio insito nelle teorie che postulano l'esistenza di un nesso organico tra diritti di partecipazione e interesse sociale (v. *supra*, nel primo capitolo, § 4): il rischio di finalizzare alla decisione e, per il tramite di questa, al miglior perseguimento dello scopo comune, l'astratta possibilità (offerta dal procedimento) di una reciproca *Einwirkungsmöglichkeit* tra azionisti¹¹². Il

¹⁰⁹ In questo senso ABBADESSA, *Deliberazioni*, 309.

¹¹⁰ D'altra parte già ASCARELLI, *In margine*, 140, evidenziava il carattere autoritario dell'organizzazione interna delle società per azioni, segnatamente rilevando che la possibilità di un mutamento di opinione da parte del gruppo di controllo «è di scarsa frequenza pratica»: dovendosi far salvi esclusivamente i «rari casi nei quali un altro gruppo riesce a convogliare a suo profitto i voti di una maggioranza svogliata».

¹¹¹ In questo senso FERRI, *Potere*, 51, ove il virgolettato; ASCARELLI, *In tema*, 196, nt. 5.

¹¹² Lo stesso rischio è evidente anche nell'argomentazione di COSTI, *Note*, 71, 75, che, pur scindendo il diritto di informazione dall'attuazione dell'interesse sociale, ne giustifica l'irrinunciabilità (perlomeno in ordine a materie oggetto di deliberazione) sulla base del fatto che la rinuncia precluderebbe all'azionista l'esercizio consapevole del diritto di voto, a sua volta sottratto alla disponibilità del titolare «in quanto essenziale al funzionamento della società».

che, oltre a lasciare la disciplina della collegialità orfana di un proprio *Schutzzweck* nelle realtà azionarie ove la ricordata *Einwirkungsmöglichkeit* si esprime in una sola direzione e cristallizza l'oggettiva distanza di una parte della compagine sociale dal governo dell'impresa¹¹³, potrebbe reiterare, seppure su presupposti diversi, l'idea che il concorso di tutti gli azionisti nella cornice di un procedimento inderogabile costituisca lo strumento prescelto dall'ordinamento per l'individuazione e l'emersione del miglior interesse comune: l'idea, in definitiva, che un migliore interesse comune esista *giuridicamente e preesista* alla dialettica assembleare.

Diversamente, se si intende osservare la collegialità assembleare in un'ottica di tutela di interessi individuali degli azionisti e identificare un solido fondamento dell'imperatività del procedimento, comune ad ogni variante concreta del tipo azionario e diverso dall'interesse a persuadere o dissuadere i consoci, sembra necessario *disaggregare*, all'interno dell'unitaria vicenda deliberativa, l'interesse della maggioranza, che è – esso sì – interesse al risultato, e l'interesse della minoranza: il quale, nel tipo empirico più sopra evocato, non può che porsi come interesse a partecipare nonostante la consapevolezza dell'irrilevanza del proprio contributo sul piano delle decisioni di gruppo (appunto *sul piano del risultato*). In via di prima approssimazione può allora affermarsi che, se per l'azionariato di controllo l'assemblea è *strumento per imprimere una determinata direzione* all'attività, per l'azionariato esterno al controllo l'assemblea è (quantomeno) *occasione di partecipazione informata* alle vicende dell'organizzazione.

Del resto, un indice non trascurabile del nesso tra procedimento collegiale e informazione individuale è dato dalla disciplina delle assemblee totalitarie. È significativo che al singolo azionista, a prescindere dall'ammontare del suo possesso azionario, sia dato il potere di opporsi all'attività deliberativa di un'assemblea non regolarmente convocata pur se rappresentativa dell'intero capitale sociale (e pur in presenza della componente maggioritaria degli organi amministrativo e di controllo). Ed è significativo che il potere di ottenere il ripristino delle forme del procedimento presupponga (nulla di più che) uno stato *soggettivo* di insufficiente informazione sugli argomenti posti (irritualmente) in

Anche in questa affermazione si coglie cioè l'intento di fondare il carattere imperativo dell'informazione (là intesa – *oggettivamente* – quale elemento trasversale del procedimento collegiale nella sua unitarietà, qua invece riguardata – *soggettivamente* – quale contenuto di una serie di prerogative omogenee spettanti all'azionista) a partire dalla sua idoneità a *transitare* – per il tramite del voto – *sulla formazione della volontà comune*.

¹¹³ E per un rilievo analogo, con riguardo alla convocazione dell'assemblea su richiesta della minoranza, v. CERRAI-MAZZONI, 402. E v. già ASCARELLI, *I problemi*, 13 s.

discussione¹¹⁴.

L'inderogabile necessità del procedimento potrebbe allora spiegarsi in virtù della sua idoneità a rendere l'azionista informato sulla – e in questo senso partecipe della – attività sociale *in difetto di strumenti di informazione equipollenti*. D'altra parte, l'azionista, diversamente dal socio non amministratore di società a responsabilità limitata (art. 2476, comma 2, c.c.), non gode di poteri di informazione diretta sulla gestione: non dispone di un accesso illimitato alla documentazione dell'attività sociale né vanta un diritto di ispezione del libro delle adunanze e deliberazioni del consiglio di amministrazione¹¹⁵.

Il procedimento assembleare rappresenterebbe pertanto il momento della vita sociale diretto a integrare lacune e asimmetrie informative e a consentire all'azionista – anche e soprattutto all'azionista esterno – un esercizio consapevole delle prerogative, corporative ed extracorporative, di autotutela del valore dell'investimento. Assumerebbe carattere cogente in quanto occasione di informazione, e segnatamente di un'informazione non altrimenti attingibile dal socio e strumentale alla tutela del bene *finale* rappresentato dal valore dell'investimento. Verrebbe in questo modo a cadere il filtro di un interesse (improntato ora alla sintesi di istanze divergenti ora alla ponderazione delle decisioni) trascendente l'azionista *uti individuus*, pur se poi immanente al *gruppo* dei soci presenti, dunque coerente anch'esso con una chiave di lettura non istituzionalistica del procedimento. Con ricadute non secondarie sul giudizio di meritevolezza di clausole legittimanti una deviazione occasionale dai presidi informativi prescritti: che verrebbe in definitiva a tradursi nella verifica dei limiti di disponibilità di prerogative sociali accordate per la protezione di un valore patrimoniale (non collettivo ma) *individuale*.

3. L'azionista e il diritto all'informazione. In particolare: l'informazione preassembleare

Per vagliare la tenuta della prospettiva di indagine appena tracciata

¹¹⁴ Sul punto v. FOSCHINI, *Il diritto*, 104.

¹¹⁵ L'istituzionale difetto di partecipazione dell'azionista all'esercizio della gestione sociale e la mancanza di un generale diritto di informazione e di ispezione hanno condotto parte della dottrina ad ipotizzare una *decorrenza mobile* del termine di novanta giorni per l'impugnazione di deliberazioni consiliari lesive di diritti degli stessi azionisti. Si è cioè ritenuto non compatibile con il rimedio *ex art. 2388, 4° co., c.c.* il dettato dell'*art. 2377, 6° co., c.c.*, che colloca il *dies a quo* per l'impugnazione nel «giorno della deliberazione»; e si è ipotizzata per contro un'applicazione analogica della regola *ex art. 2437-bis c.c.*, che, con riguardo al diritto di recesso fondato su circostanze diverse dalla deliberazione assembleare, fa decorrere il termine per il suo esercizio dal momento della conoscenza effettiva: in questo senso PINTO, *Funzione*, 155 ss., 163 ss.

sembra necessario volgere lo sguardo alla disciplina di tutela dell'informazione degli azionisti *uti individui* e tentare di coglierne un fondamento unitario.

Nel nostro ordinamento non esiste una disciplina organica del diritto di informazione dell'azionista sulle vicende sociali. La mancanza di una previsione dal tenore generale risente probabilmente delle specificità dell'investimento in società per azioni, nella quale l'oggettivo decentramento della persona del socio e la sua istituzionale estraneità alla gestione del patrimonio collettivo parrebbero «sgretolare quel vincolo di collaborazione per il comune interesse» che caratterizza in misura più intensa altri tipi di società¹¹⁶. Questo non impedisce tuttavia all'interprete di coordinare e saldare insieme i non pochi momenti di rilevanza normativa della circolazione delle informazioni tra gli organi di gestione e controllo e la base sociale¹¹⁷.

¹¹⁶ Il virgolettato appartiene a FOSCHINI, *Il diritto*, 46.

¹¹⁷ I diritti di informazione dell'azionista si collocano in un'area concettualmente distinta da quella rappresentata dalla nozione di pubblicità e, per altro verso, presentano una propria autonomia rispetto al momento del controllo sulla gestione (FOSCHINI, *Il diritto*, 19 ss., 43 ss.).

La pubblicità tutela un interesse soggettivamente indifferenziato alla conoscenza di fatti attinenti alla vita sociale: le norme che prescrivono adempimenti pubblicitari – e segnatamente il deposito e l'iscrizione di determinati atti societari presso l'ufficio del registro delle imprese – comprimono la sfera di riserbo della società nei riguardi dei terzi (dunque soci e non soci) e consentono l'accesso al dato o alla notizia ad opera di una cerchia di soggetti non determinabile *a priori*. I diritti di informazione dell'azionista individuano per contro un potere spettante a soggetti *determinati* e avente ad oggetto l'apprendimento di fatti sottratti al dominio dei terzi e compresi nella generale sfera di riserbo della società (e v. sul punto FOSCHINI, *Il diritto*, 24): salve alcune specificità caratterizzanti le società con azioni quotate, nelle quali – come si vedrà meglio *infra* nel testo – l'informazione agli azionisti attuali e l'informazione al pubblico tendono sotto più profili a sovrapporsi e a confondersi.

Il controllo è un momento di verifica della correttezza dell'azione amministrativa e della sua conformità all'interesse sociale. Esso non costituisce una prerogativa individuale dell'azionista ma è elevato a funzione, inderogabilmente assegnata al collegio sindacale e – per profili più circoscritti – al revisore legale dei conti. L'azionista, al quale sono preclusi atti di ispezione individuali, può al più sollecitare un'indagine del collegio sindacale e ottenere – purché possieda, da solo o congiuntamente con altri istanti, una partecipazione qualificata al capitale sociale – che questi riferisca all'assemblea in ordine agli esiti dell'attività di verifica (art. 2408, comma 2, c.c.). Analogamente, anche il potere di denuncia all'autorità giudiziaria del sospetto di gravi irregolarità nella gestione ha natura sollecitatoria e forma di *Minderheitsrecht*.

In definitiva, la pubblicità legale, il controllo (interno) e l'informazione diretta agli azionisti, pur sottendendo in ogni caso *la cognizione di fatti attinenti ad un'attività di gestione*, sono categorie giuridiche diverse e identificano scopi di tutela non coincidenti. La *pubblicità* è strumento di realizzazione di una situazione di notorietà a tutela di un interesse generale. Il *controllo*, istituzionalmente sottratto al singolo socio, rappresenta un momento dell'articolazione funzionale interna all'organizzazione corporativa: è cioè un segmento della disciplina imperativa della persona giuridica, se tributaria del risparmio anonimo. La disciplina dell'informazione, invece, protegge anzitutto l'interesse degli stessi azionisti al conseguimento di «uno stato

In generale, i modelli attraverso i quali può astrattamente realizzarsi la partecipazione informata dell'azionista alle vicende dell'organizzazione sono tre:

(a) la titolarità di diritti di ispezione aventi ad oggetto la documentazione dell'attività sociale;

(b) la spettanza di una situazione giuridica (individuale o collettiva) dal contenuto attivo consistente nel potere di provocare un certo comportamento degli organi sociali destinato a incidere sulla circolazione delle informazioni all'interno della società;

(c) la spettanza di una situazione giuridica di vantaggio passiva, consistente nel diritto alla diffusione di dati inerenti alla vita sociale da parte dell'organo amministrativo¹¹⁸, a ciò obbligato dalla legge in determinate occasioni e a prescindere da una specifica sollecitazione dei destinatari¹¹⁹.

Mancando un generale diritto di ispezione dell'azionista¹²⁰ e venendosi a configurare le cennate posizioni dal contenuto attivo perlopiù nei termini di *Minderheitsrechte*¹²¹, una tutela dell'interesse all'informazione del socio *uti*

sogettivo di conoscenza rispetto all'attività sociale spiegata nell'interesse comune» (FOSCHINI, *Il diritto*, 45).

¹¹⁸ Per l'inclusione nel diritto di informazione di situazioni che pure costituiscono la proiezione di un autonomo dovere di comunicazione inerente all'ufficio di amministratori e sindaci v. FOSCHINI, *Il diritto*, 62 s. Anche la letteratura spagnola riconduce all'unitaria categoria del *derecho de información* tanto il «derecho a la documentación» quanto il «derecho de formular preguntas»: GARCÍA-CRUCES, 1375; SÀNCHEZ CALERO, 326 s. Per una accezione più restrittiva v. però COSTI, *Note*, 67.

¹¹⁹ Può rilevarsi sin d'ora che non trova spazio nell'ordinamento azionario un diritto del socio alla comunicazione individuale (preassembleare) di dati e notizie concernenti la società (v. già CASELLA, 644, che, coerentemente con le premesse, esclude la sussistenza di una pretesa – giuridicamente coercibile – del singolo intervenuto alla distribuzione in corso di assemblea di documenti idonei a chiarire i termini della discussione), nonostante il tentativo del progetto De Gregorio di introdurre siffatta tutela supplementare per alcune circoscritte ipotesi (bilancio; offerta di opzione; proposte di delibere aventi a oggetto modificazioni dell'atto costitutivo, l'emissione di obbligazioni o la fusione con altre società): e v. sul punto PAVONE LA ROSA, *Pubblicità*, 693 ss.; FOSCHINI, *Brevi*, 726 ss.

¹²⁰ Strumentale all'informazione degli azionisti appare, al di fuori del contesto deliberativo, il diritto di ispezione del libro dei soci – che fornisce indicazioni sulle generalità dei soci e sulle vicende relative ai titoli azionari in circolazione – e del libro delle adunanze e deliberazioni dell'assemblea. In particolare, attraverso l'esame di quest'ultimo libro sociale, l'azionista può apprendere le modalità di svolgimento delle assemblee alle quali non ha partecipato, l'identità dei soci intervenuti, il tenore della discussione, il contenuto delle deliberazioni adottate. Sulla valenza informativa del libro dei soci v. KUTUFÀ, 94 ss., che, a tutela dell'interesse degli azionisti ad esercitare agevolmente il diritto di ispezione, desume l'obbligo degli amministratori di rendere il libro consultabile nella sede sottoposta a regime di pubblicità legale (quella, cioè, indicata nel contratto sociale).

¹²¹ Il sistema conosce regole che attribuiscono a minoranze qualificate il potere di

individuus emerge piuttosto in quel corpo di norme che scandiscono la *disclosure* preassembleare. Non si tratta soltanto della disciplina di portata generale che identifica nella convocazione e nella predisposizione di un ordine del giorno adempimenti necessari per la validità del deliberato: e che d'altra parte ha il suo *pendant* nel potere individuale dell'azionista di paralizzare l'attività di un collegio irrualmente costituito ancorché rappresentativo dell'intero capitale azionario. Si tratta anche – e su questo profilo sembra opportuno concentrare l'analisi – di tutte quelle disposizioni che tutelano l'interesse dell'azionista ad apprendere entro un congruo *spatium deliberandi* un quadro il più possibile analitico dei dati inerenti alla materia iscritta all'ordine del giorno: un interesse, questo, che l'ordinamento protegge istituendo un obbligo – a carico dell'organo amministrativo e «indipendente dall'iniziativa del socio» – di redazione e deposito presso la sede sociale di una specifica documentazione¹²².

È quanto accade con riguardo all'approvazione del bilancio: materia, questa, che individua una competenza ciclica dell'assemblea, circondata da una serie di cautele informative che impegnano la diretta responsabilità degli organi di amministrazione e controllo.

Non si tratta di un semplice momento di interlocuzione fra l'organo di gestione e i portatori dell'interesse gestito, strumentale all'adozione delle scelte programmatiche di competenza dell'assemblea. È anche un'occasione di informazione, soprattutto se riguardata dalla prospettiva degli azionisti di minoranza che subiscono il merito di quelle scelte programmatiche¹²³.

Il procedimento che dalla redazione del progetto di bilancio conduce alla sua approvazione offre agli azionisti penetranti strumenti di verifica dell'operato degli amministratori, di valutazione della situazione patrimoniale, economica e finanziaria della società e di cognizione in

condizionare l'*an* e il *quando* dei processi decisionali di competenza della base sociale, e in particolare: (i) di instaurare un contraddittorio con la maggioranza domandando agli amministratori la (rituale) convocazione dell'assemblea per la trattazione di argomenti determinati (art. 2367 c.c.), dunque di «produrre una situazione giuridica» (FOSCHINI, *Il diritto*, 105) strumentale non solo all'adozione di una certa deliberazione (il che d'altronde postula l'aggregazione intorno alla proposta di quorum non sempre agevolmente accessibili alla minoranza che chiede la convocazione) ma anche – e perlomeno – all'acquisizione di informazioni su fatti di rilievo sociale; e (ii) di determinare il differimento dell'assemblea in corso invocando uno stato di insufficiente informazione in ordine agli oggetti (pur ritualmente) posti in deliberazione (art. 2374 c.c.).

¹²² Sul punto v. FOSCHINI, *Il diritto*, 111, ove il virgolettato. E per un'articolata rassegna delle disposizioni del codice civile aventi ad oggetto la materia dell'informazione preassembleare (disposizioni che per le società quotate si appoggiano al precetto di tenore più generale *ex art.* 130 t.u.f.) v. BARACHINI, *La tutela*, 168.

¹²³ S. ROSSI, *Il voto*, 164 ss.

ordine agli sviluppi futuri.

Un rilevante contributo in questa direzione è dato dalla relazione sulla gestione (art. 2428 c.c.), che gli amministratori debbono redigere e depositare presso la sede sociale nei quindici giorni che precedono la riunione, accompagnata dalle valutazioni e dalle osservazioni del collegio sindacale (art. 2429 c.c.).

La relazione, allegata al bilancio e non soggetta all'approvazione dell'assemblea, fornisce anzitutto indicazioni – non meramente chiarificatrici delle risultanze contabili ma dotate per vero di un'autonoma rilevanza informativa – in ordine alla «situazione della società» e all'«andamento della gestione» (art. 2428, comma 1, c.c.)¹²⁴. Tra gli altri profili, gli amministratori illustrano agli azionisti la posizione della società sul mercato, i risultati della gestione passata, l'equilibrio interno fra le singole aree operative o divisioni produttive, l'apporto delle imprese del gruppo al disegno economico della società (comma 1 e comma 2, n. 2). Né d'altra parte la relazione si esaurisce in una ricognizione del dato esistente, dovendo per converso dar conto delle *prevedibili evoluzioni future* (comma 2, n. 6), prescrivendosi in quest'ottica una valutazione complessiva dei costi, dei ricavi e degli investimenti (v. ancora comma 1)¹²⁵.

Abbandonato il ruolo ancillare di pura esegesi dei dati di bilancio¹²⁶, la relazione ha ormai acquistato una sicura autonomia sul versante dell'informazione della compagine sociale, consentendo agli azionisti di disporre di una chiave di lettura – di formulare dunque un giudizio di sintesi – *in ordine alle caratteristiche, attuali e prospettive, del proprio*

¹²⁴ Sul punto v. COLOMBO, *Il bilancio*, 150 ss.; BALZARINI, 600 ss.

¹²⁵ Sulla necessità di una valutazione d'insieme – che tenga conto tanto della «storia passata della società» quanto delle sue «prospettive future» – per la comprensione dei risultati di un determinato esercizio e per la conseguente valutazione dell'operato dell'organo amministrativo v. per tutti G. ROSSI, 9.

La ricordata funzione informativa della relazione dell'organo gestorio viene a dettagliarsi in alcune più specifiche indicazioni previste dall'art. 2428, 2° co., c.c. Fra queste, assumono particolare importanza, in ragione della loro proiezione sulla gestione futura del patrimonio sociale, le indicazioni relative alle attività di ricerca e di sviluppo e ai fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio, «eventi che hanno prodotto conseguenze 'di competenza' dell'esercizio successivo [...], ma che *per la loro rilevanza* devono essere comunicati ai soci e ai terzi in concomitanza con la comunicazione del bilancio» (2° co., n. 1 e n. 5: e v. COLOMBO, *Il bilancio*, 154, ove il virgolettato). Parimenti idonee ad orientare gli azionisti in merito agli sviluppi della gestione appaiono le indicazioni concernenti l'uso di strumenti finanziari da parte della società e le connesse politiche di gestione del rischio (2° co., n. 6-*bis*), nonché le ragioni della detenzione in portafoglio di azioni proprie già acquistate dalla società (2° co., n. 4): e per un'interpretazione estensiva dell'inciso riguardante i «motivi degli acquisti e delle alienazioni» di proprie azioni, funzionale a consentire il monitoraggio degli azionisti sulla gestione (e sulle strategie del gruppo di controllo) v. ancora COLOMBO, *Il bilancio*, 158 s.

¹²⁶ In questo senso v. per tutti COLOMBO, *Il bilancio*, 151.

*investimento*¹²⁷: quasi che la riforma del 1991, scindendo la documentazione di competenza degli amministratori in una nota integrativa (parte a tutti gli effetti del bilancio di esercizio¹²⁸) e nella relazione (allegata al progetto), avesse inteso fotografare la duplicità funzionale dell'assemblea di bilancio, che non rappresenta soltanto un insopprimibile momento di confronto tra gerente e gerito (l'equivalente della presentazione del rendiconto nello svolgimento di un rapporto di mandato)¹²⁹, ma altresì un potente strumento di informazione degli azionisti in ordine a obiettivi e modalità della gestione, presente e futura, della ricchezza investita¹³⁰.

Una puntuale articolazione dell'informazione preassembleare si riscontra poi nel contesto delle operazioni di fusione e scissione.

Gli artt. 2501-*ter* ss. c.c. ripetono il medesimo paradigma di *assistenza informativa* sul quale si regge la disciplina della formazione del bilancio: da una parte, gli amministratori espongono i termini e i presupposti dell'operazione, attraverso la predisposizione di un progetto comune (art. 2501-*ter* c.c.) e la redazione – con l'osservanza delle norme sul bilancio di esercizio – di una situazione patrimoniale aggiornata per ciascuna delle società coinvolte (art. 2501-*quater* c.c.); dall'altra, illustrano in forma narrativa il suo significato economico e le sue conseguenze sugli assetti di partecipazione (art. 2501-*quinquies* c.c.), rimettendo da ultimo ad un esperto la verifica di congruità e ragionevolezza dei parametri adottati (art. 2501-*sexies* c.c.)¹³¹.

¹²⁷ ABADESSA, *La gestione*, 3 s.; ID., *L'assemblea*, 4, nt. 1. Diversamente, in contesti caratterizzati da una maggiore *continuità dei soci con la gestione sociale*, la dottrina sembra favorevole ad una disciplina statutaria che giunga a sopprimere l'obbligo di deposito del progetto di bilancio e dei relativi allegati presso la sede sociale nei quindici giorni che precedono l'assemblea: così, in riferimento alla s.r.l. e al richiamo dell'art. 2429, comma 3, ad opera dell'art. 2478-*bis* c.c., BARACHINI, *Il bilancio*, 781.

¹²⁸ Sul punto v. COLOMBO, *Il bilancio*, 138 ss.

¹²⁹ In questo senso v. FOSCHINI, *Il diritto*, 115; G. ROSSI, 5.

¹³⁰ Così FOSCHINI, *Il diritto*, 115, che dalla funzione informativa dell'assemblea di bilancio desume l'obbligo degli amministratori di indicare nella relazione «tutti quei fatti che abbiano avuto una rilevanza causativa *determinante* sulla situazione economica della società» (*ivi*, 131).

In questa stessa prospettiva è possibile apprezzare anche il ruolo del collegio sindacale nel procedimento di formazione del bilancio. In particolare, la relazione prevista dall'art. 2429 c.c. ha ad oggetto i risultati dell'esercizio, l'attività di controllo svolta ed eventuali osservazioni e proposte “in ordine al bilancio e alla sua approvazione”, specialmente con riguardo alla disapplicazione di criteri legali di valutazione delle singole poste a presidio di una rappresentazione veritiera e corretta del dato patrimoniale, economico e finanziario. Si tratta di un ulteriore e non trascurabile momento della partecipazione informata della compagine sociale alla dialettica con l'organo gestorio: e v. sul punto FOSCHINI, *Il diritto*, 135 ss.; COLOMBO, *Il bilancio*, 402 ss.; BALZARINI, 609 ss.

¹³¹ Sulla funzione della documentazione successiva alla pubblicazione del progetto di fusione v. per tutti C. SANTAGATA, *Le fusioni*, 285 ss.

Si tratta di un *iter* complessivamente volto alla tutela dell'informazione preventiva dei soci delle società che partecipano all'operazione, anche a prescindere da un rapporto di ancillarità con l'espressione del voto: il che è evidente per la relazione sulla situazione patrimoniale, che in effetti non ha la funzione di giustificare il rapporto di cambio indicato nel progetto.

In passato quest'adempimento era perlopiù giustificato in termini di protezione dei creditori e dei terzi: segnatamente rilevandosi che il rapporto di cambio – autentico *Kernbereich* dell'interesse informativo dei soci – è il risultato di valori patrimoniali reali e non dei valori contabili rappresentati da quel documento, e che la disciplina dell'art. 2501-*quater* c.c. non prescriveva (né prescrive) l'adozione di criteri omogenei per le singole società, dunque non creava (e non crea) le premesse immediate per una valutazione comparativa dei due patrimoni¹³².

Oggi è pressoché pacifico che anche la situazione patrimoniale risponda a uno scopo di tutela delle ragioni dei soci¹³³. In primo luogo la «peculiare “destinazione” della situazione patrimoniale» potrebbe imporre informazioni integrative, non prescritte dallo schema minimo legislativo del bilancio di esercizio (in applicazione del criterio di redazione *ex* art. 2423-*ter*, comma 3, c.c., interpretato alla stregua dei più generali principi di chiarezza e precisione) e allora contribuire, in uno con i documenti successivi, a una rappresentazione coordinata e progressiva dell'operazione e dei suoi prevedibili effetti¹³⁴. Ma poi è da considerarsi, in questa prospettiva, la possibilità – prevista dall'attuale disciplina della fusione (artt. 2501-*quater*, comma 3, 2501-*quinquies*, comma 4, e 2501-*sexies*, comma 8, c.c.) – di rinuncia unanime agli adempimenti successivi al progetto (e preliminari alla delibera) da parte dei soci e dei possessori di strumenti finanziari con diritto di voto di ciascuna delle società coinvolte: una regola, questa, che non potrebbe spiegarsi se quegli adempimenti identificassero un presidio di interessi di terzi, sottratti per definizione alla disponibilità

¹³² Così, in giurisprudenza, T. Milano, 12 febbraio 1981, in *Società*, 1982, 667; T. Genova, 3 novembre 1988, in *Società*, 1989, 481.

¹³³ T. Padova, 19 dicembre 1997, in *Società*, 1998, 693; MARCHETTI, *Appunti*, 31 ss.; L.A. BIANCHI, *La congruità*, 188 ss.; C. SANTAGATA, *Le fusioni*, 309, 315.

¹³⁴ Così C. SANTAGATA, *Le fusioni*, 310, nt. 496; L.A. BIANCHI, *La congruità*, 181 s. La funzione di tutela dei soci – in una prospettiva però che sembrava perlopiù valorizzare la connessione tra informazione e esercizio del voto – era evidenziata già da C. SANTAGATA, *Informazione*, 489, secondo il quale, data la previsione del necessario deposito della situazione patrimoniale – unitamente alla delibera di fusione – per l'iscrizione nel registro, anche la documentazione il documento prescritta dall'art. 2501-*quater* c.c. avrebbe dovuto essere approvata dall'assemblea: e (solo) per questo avrebbe dovuto essere redatta in modo da garantire ai soci la rappresentazione dell'effettiva consistenza patrimoniale della società in funzione della corretta determinazione del rapporto di cambio.

dei titolari dell'iniziativa.

La situazione patrimoniale è dunque uno strumento di trasparente coinvolgimento degli investitori *in capitale di rischio* (non solo soci ma – come si è detto – anche possessori di strumenti finanziari partecipativi) in un procedimento complesso di riorganizzazione del patrimonio e di evoluzione della politica finanziaria della singola società. Non presenta alcuna immediata strumentalità all'esercizio del diritto di voto: è la premessa per potersi apprezzare il merito economico di un'operazione nascente dall'impulso dell'organo amministrativo e della maggioranza di controllo (se presente). È strumento di apprendimento, di conoscenza, al quale del resto i soggetti interessati possono liberamente rinunciare: decidendo in quel caso di aggravare la propria posizione di sostanziale estraneità alla gestione dei valori investiti; compiendo allora – potrebbe dirsi – un'ulteriore e più impegnativa scelta di *affidamento ad altri della propria partecipazione*.

La centralità del «rapporto giuridico di informazione»¹³⁵ emerge anche nell'ambito delle operazioni sul capitale. Ed anzi il senso stesso della soggezione delle deliberazioni di aumento e di riduzione del capitale sociale a una disciplina tendenzialmente rigida del procedimento e, con essa, a pregnanti cautele informative per la fase anteriore alla discussione assembleare, può cogliersi anche e soprattutto in considerazione della loro spiccata valenza segnaletica dello stato di salute dell'impresa e delle sue prospettive di sviluppo, oltreché in ragione della possibile incidenza di siffatte delibere sul valore della partecipazione e sulla posizione corporativa dell'azionista.

Penetranti obblighi informativi sono anzitutto previsti per l'ipotesi di riduzione reale del capitale sociale. L'art. 2445 c.c. impone all'organo amministrativo di indicare nell'avviso di convocazione dell'assemblea le ragioni e le modalità della riduzione¹³⁶. L'obbligo di dar conto delle ragioni della proposta di riduzione soddisfa l'interesse degli azionisti a conoscere *antea* il merito economico dell'operazione: ad apprezzare tempestivamente – sul piano dei valori dell'impresa collettiva e delle sue prospettive di sviluppo – la giustificazione della prevista distrazione di risorse dalla *Vermögensbindung*¹³⁷. Degno di nota è altresì il riferimento alle «modalità»

¹³⁵ Il virgolettato è di FOSCHINI, *Il diritto*, 75.

¹³⁶ Evidenziano la differenza tra la tecnica di informazione dei soci *ex art.* 2445, comma 2, c.c. e quella consistente nella redazione e nel previo deposito di una relazione illustrativa NOBILI-SPOLIDORO, 248 s.

¹³⁷ Per l'insufficienza di indicazioni generiche – in un contesto normativo nel quale peraltro l'operazione era ancorata ad un presupposto legalmente determinato, quello dell'esuberanza del capitale per il conseguimento dell'oggetto sociale – v. NOBILI-SPOLIDORO, 250.

della riduzione: anche con riguardo a queste viene in rilievo l'interesse dell'azionista a ricevere un'informazione tempestiva e completa, attesi i possibili riflessi dell'operazione sulla partecipazione sociale e sul *significato individuale* dell'investimento¹³⁸, specie in ipotesi di assegnazione di azioni di godimento per effetto del rimborso del valore nominale dei titoli annullati¹³⁹.

L'esigenza di circolazione interna delle informazioni permea altresì la disciplina della riduzione obbligatoria per perdite del capitale sociale.

L'art. 2446 c.c. obbliga l'organo amministrativo a redigere uno stato patrimoniale aggiornato in presenza di perdite di capitale superiori al terzo e a depositarlo presso la sede sociale almeno otto giorni prima dell'assemblea convocata per l'adozione degli «opportuni provvedimenti»¹⁴⁰. Anche in questo contesto l'assemblea è riguardata

D'altro canto, la genericità dell'ordine del giorno renderebbe la deliberazione di riduzione viziata nei termini dell'art. 2377 c.c.: e v. *ivi*, 257. Il che, se era vero in costanza della vecchia formulazione dell'art. 2445 c.c., sembra esserlo a maggior ragione oggi, con conseguente esclusione della disciplina della nullità della deliberazione (nonostante le perplessità evidenziate da DI RIENZO, 1262, nt. 14).

¹³⁸ Di una tempestiva informazione in ordine alle ragioni e modalità della riduzione non si avverte l'esigenza in un contesto, quale quello della s.r.l., ove il socio è tipicamente protagonista o co-protagonista delle scelte di gestione: lo rileva F.S. MARTORANO, 956 s., ove pure si osserva che la mancata riproduzione nell'art. 2482 c.c. dell'obbligo di *disclosure* previsto dalla corrispondente disciplina azionaria non esclude che gli amministratori debbano fornire in assemblea le informazioni necessarie per la motivazione della delibera (altrimenti impugnabile ex art. 2479-ter, comma 3, c.c., perlomeno ove assunta «in assoluta assenza di informazione»).

¹³⁹ Pacifico è del resto che le disposizioni concernenti le modalità di riduzione del capitale tendano esclusivamente alla tutela degli azionisti: così NOBILI-SPOLIDORO, 237 ss. Discussa, per contro, è la compatibilità del sorteggio delle azioni da annullare con l'operazione di riduzione volontaria del capitale, al di fuori del consenso unanime dei soci o di clausola statutaria autorizzativa. Per la soluzione affermativa v. S. PATRIARCA, 35 ss.; BIONE, *Le azioni*, 91 ss. Per la soluzione negativa, pur se in forza di presupposti non coincidenti, v. OPPO, 652; PELLIZZI, 212; NOBILI-SPOLIDORO, 239; FENGHI, 85; D'ATTORRE, *Il principio*, 337 s.

¹⁴⁰ Sul punto è stato rilevato che la disciplina sull'informazione preventiva tutela esclusivamente un interesse di gruppo (salvo il caso delle società quotate, ove del resto esistono obblighi di comunicazione alla Consob della documentazione prescritta dall'art. 2446, comma 1, c.c.) ed è per questo preventivamente rinunciabile dai soci: così NOBILI-SPOLIDORO, 349.

Anche nella società a responsabilità limitata la relazione degli amministratori deve restare depositata presso la sede sociale – con le osservazioni del collegio sindacale e del revisore – almeno otto giorni prima dell'assemblea (art. 2482-bis, comma 1, c.c.). Tuttavia la disciplina trova applicazione «se l'atto costitutivo non prevede diversament». Ed è opinione diffusa che l'autonomia statutaria possa spingersi sino ad escludere integralmente gli obblighi di documentazione preventiva: ciò che nella s.r.l. potrebbe agevolmente giustificarsi sulla base della disponibilità in capo ai soci di strumenti individuali di apprendimento delle vicende sociali: CAGNASSO, 343; F.(M.) MUCCIARELLI, *La riduzione*, 966 s. Secondo RACUGNO, 839, la diversa disciplina statutaria potrebbe soltanto dilatare i termini di deposito o al più ridurli, purché – tuttavia – risulti garantita l'informazione dei soci attraverso modalità alternative: e su posizioni

anzitutto come occasione di informazione degli azionisti, *e solo eventualmente* come luogo di produzione delle decisioni sociali. Tant'è che i soci ben potrebbero decidere *di non decidere*, non solo rinviando a nuovo la perdita ma altresì rinunciando all'esercizio di quei poteri di intervento nella gestione che la legge eccezionalmente rimette loro nello specifico contesto richiamato: ed allora confermando, in attesa del risultato dell'esercizio successivo, l'opzione di affidamento dei valori investiti all'organo amministrativo.

In quel contesto il rapporto tra il voto degli azionisti e la fase di impulso di competenza degli amministratori si configura in termini del tutto peculiari. Se di regola i soci esercitano il voto in risposta all'esercizio di un potere dell'organo convocante di circoscrivere l'oggetto della discussione attraverso la predisposizione dell'ordine del giorno e la formulazione di una *determinata* proposta di delibera, nella circostanza descritta dall'art. 2446, comma 1, c.c. gli azionisti possono conferire alla decisione un contenuto non vincolato dall'ordine del giorno e individuare autonomamente strumenti di soluzione del problema rappresentato dagli amministratori¹⁴¹. La strutturale indeterminatezza dell'atto di impulso del procedimento e l'assenza di una direzione specifica dell'informazione in esso contenuta attribuiscono al voto degli azionisti il significato di atto di riappropriazione di una diretta signoria sui valori investiti¹⁴². Il procedimento, in quella circostanza, non incide necessariamente sull'organizzazione. È anzitutto strumento di interlocuzione tra gli investitori e gli amministratori e *solo eventualmente* produce un effetto innovativo sul piano della gestione comune. In definitiva, il procedimento assume un sicuro valore *metaorganizzativo*: valore che poi la maggioranza deliberante potrà altresì tradurre in una scelta immediatamente rilevante per l'organizzazione; e che, invece, per la minoranza esterna conserva significato esclusivamente al di fuori dell'esito assembleare e indipendentemente da quello.

Una sostanziale conferma dell'autonomia del diritto all'informazione in presenza di una rilevante perdita di capitale si trova nella disciplina delle procedure di composizione negoziale della crisi. L'art. 182-*sexies*, comma 1,

restrittive v. anche, in giurisprudenza, T. Napoli, (ord.) 28 dicembre 2004, in *Giur. comm.*, 2005, II, 796 ss.

¹⁴¹ Rileva il carattere meramente eventuale della formulazione di una proposta di delibera ad opera degli amministratori convocanti NOBILI, *La riduzione*, 332.

¹⁴² E v. ancora NOBILI, *La riduzione*, 332, nt. 105; e già CALANDRA BUONAURA, *Gestione*, 117 s., nt. 64, che giustifica – pur se in termini dubitativi – il maggior potere di incidenza sulla gestione che, *in quel particolare contesto*, potrebbe spettare ai soci «a tutela dei loro diritti patrimoniali».

l.fall., che pure sospende – in caso di presentazione di domanda di concordato preventivo o di omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti – gli obblighi di riduzione del capitale sociale, per altro verso non comporta deroghe all'art. 2446, comma 1, c.c. e agli adempimenti posti a carico del consiglio di amministrazione. I quali, d'altronde, sembrano potersi apprezzare più sul versante dell'informazione agli azionisti che su quello della strumentalità a una decisione, dunque alla produzione di un autonomo valore organizzativo: e ciò in quanto gli «opportuni provvedimenti» di competenza dell'assemblea non fanno che attuare il piano di concordato (assumendo allora una portata meramente specificativa di un valore invero già prodotto dall'instaurazione della procedura), dovendo, se da quel piano si discostano, sottostare all'autorizzazione del giudice delegato.

La norma sembra evidenziare plasticamente la possibile *discontinuità tra informazione agli azionisti e decisione collettiva*. In essa, il congelamento di un determinato esito deliberativo – di quell'esito al quale l'informazione preassembleare appare strumentale nel contesto dell'art. 2446 c.c. – e il carattere inautonomo degli «opportuni provvedimenti» dell'assemblea non conducono a disattivare o a depotenziare la circolazione delle informazione tra l'organo di gestione e i portatori dell'interesse gestito¹⁴³: interesse che, peraltro, potrebbe non subire sostanziali variazioni nonostante l'accesso alla procedura, come tipicamente accade se il concordato non ha finalità liquidatorie ma di risanamento dell'impresa e utilizza all'uopo lo strumento della continuità aziendale^{144 145}.

¹⁴³ La sopravvivenza di obblighi di informazione degli azionisti pur nella specifica ipotesi art. 182-*sexies* l.fall. è evidenziata da TOMBARI, *Principi*, 2855 e nt. 60; M. CAMPOBASSO, 3021; STRAMPELLI, 654.

¹⁴⁴ E v. infatti le considerazioni di GUERRERA-MALTONI, 17 ss.; CALANDRA BUONAURA, *La gestione societaria*, 12.

¹⁴⁵ La dissociazione tra l'informazione e il risultato deliberativo nell'ambito del procedimento disciplinato dagli artt. 2446 e – per le società a responsabilità limitata – 2482-*bis* c.c. potrebbe rappresentare un elemento non indifferente nella ricostruzione dei rapporti tra l'organo amministrativo e l'assemblea di una *s.r.l. a capitale ridotto* in presenza di perdite.

Un problema di adattamento – o piuttosto di interpretazione orientata alle conseguenze – della disciplina della riduzione del capitale potrebbe nascere dall'ambigua collocazione sistematica della riserva da utili prevista dall'art. 2463, comma 5, c.c.: che può essere impiegata per la copertura di eventuali perdite o per l'imputazione a capitale sociale, almeno fin quando la somma delle due poste di patrimonio non raggiunga l'ammontare di diecimila euro. Degna di nota sembra in particolare la possibilità di destinare la riserva all'operazione di aumento gratuito: cosa, questa, della quale si dubita per la corrispondente posta dell'art. 2430 c.c. in s.r.l. con capitale non inferiore alla soglia ordinaria (CERA, 108 ss., 110 s.; COLOMBO, *Il bilancio*, 513 s.; TANTINI, 259; e, in giurisprudenza, T. Cassino, 1 febbraio 1991, in *Riv. dir. comm.*, 1992, II, 339; per la posizione permissiva v. COSTA, 9 ss.); e in cui trova espressione la scelta dell'ordinamento di non rinunciare alla creazione, se non altro in via differita e per effetto di

Anche la disciplina dell'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione evidenzia una scissione tra informazione e risultato del procedimento.

In generale, nell'ipotesi di esclusione *ex lege* per aumenti destinati ad essere sottoscritti verso il corrispettivo di un conferimento in natura, l'organo amministrativo è obbligato al previo deposito di una relazione che illustri – sul piano delle ragioni dell'impresa – la prestazione del terzo e la sua imputazione a capitale, oltreché il valore della stessa. Analogamente, una puntuale informazione degli azionisti in ordine alla sussistenza di un *interesse della società* che «esige» l'esclusione del diritto di preferenza è prevista dall'art. 2441, comma 5, c.c.¹⁴⁶. E gli obblighi informativi si

una gestione positiva dell'affare, di un *patrimonio – stabilmente vincolato all'impresa* – che appaia *sufficiente*, coerente cioè con la necessaria *serietà* di un'iniziativa a responsabilità limitata (sul rapporto tra capitalizzazione e serietà dell'iniziativa v. già PORTALE, *Capitale*, 28, testo e nota 42). Se dunque la previsione di quella riserva non fa che trasferire gli oneri di dotazione della provvista finanziaria *dal capitale e dalla fase di start-up sul patrimonio e sulla fase di gestione attiva*, la condotta degli amministratori che accertino l'esistenza di una perdita non sembra potersi derivare esclusivamente dal rapporto tra la riserva e il capitale sociale. Se così fosse, verrebbe sostanzialmente aggirato il meccanismo di *Warnlampe* previsto dall'art. 2482-*bis* c.c.: e per assurdo, in una s.r.l. con un capitale di un euro e una riserva «legale» di novemila euro, l'organo amministrativo non potrebbe ritenersi obbligato alla convocazione dell'assemblea (per l'adozione degli «opportuni provvedimenti») neppure in presenza di una perdita pari all'importo della suddetta riserva (solo perché inidonea ad intaccare il capitale per più di un terzo). Ad una conclusione diversa – che guarda all'incidenza della perdita *sulla somma del capitale e della riserva legale*. – può giungersi, tuttavia, se si valorizza l'autonomia dell'informazione *ex art. 2482-bis*, comma 1, c.c. dal risultato del procedimento assembleare: se si distingue cioè – analogamente a quanto si è visto per l'art. 182-*sexies* l.fall. – l'obbligo di riduzione del capitale sociale dagli adempimenti informativi posti a carico del consiglio di amministrazione in presenza di una perdita di *capitale* (inteso allora – a questi limitati fini e in una prospettiva di carattere funzionale – quale entità comprendente *e* il capitale sottoscritto *e* quella sorta di capitale «in formazione» che deriva dal suddetto accantonamento obbligatorio di utili). In generale sulla *sottocapitalizzazione nominale* e in particolare sull'instaurazione di un rapporto non equilibrato o manifestamente sproporzionato fra il capitale sociale e le ulteriori poste di patrimonio netto, v. PORTALE, *Capitale*, 102 ss., il quale segnala il pericolo di un ritardo nell'attivazione di misure di salvaguardia del patrimonio sociale (v. art. 2433, comma 3, c.c.) che presuppongono l'avvenuta integrale erosione delle riserve

¹⁴⁶ La disciplina previgente non contemplava un obbligo di motivazione della delibera di esclusione del diritto di preferenza né faceva carico agli amministratori di presentare una relazione all'assemblea. Sul punto v. MENGONI, *Interesse*, 282; NOBILI, *Contributo*, 221 e nt. 72, il quale assegnava una specifica funzione di tutela del socio di minoranza alla successiva fase di omologazione e ai poteri di controllo del giudice (*ivi*, nt. 73). Anche nell'ordinamento francese gli aumenti di capitale con «*suppression du droit préférentiel*» sono deliberati, «à peine de nullité, sur les rapports du conseil d'administration ou du directoire, et sur celui du commissaire aux comptes»; e l'incompletezza di queste relazioni «équivalait à l'absence de rapport si les actionnaires n'ont pas pu se prononcer en connaissance de cause en raison de cette insuffisance»: e v. sul punto GERMAIN-MAGNIER, 678, ove i virgolettati.

estendono, in entrambi i casi, alla ragionevolezza del prezzo di emissione delle nuove azioni, trattandosi di deliberazione potenzialmente idonea – laddove non venga applicato un congruo sovrapprezzo – a pregiudicare la consistenza di valore della partecipazione degli azionisti attuali.

L'informazione protegge l'investitore non (tanto) per il suo apporto al risultato deliberativo ma (anzitutto) in ragione dell'incidenza dell'operazione sul valore dell'investimento. Ciò che peraltro è ancor più evidente in un aumento di capitale con esclusione dell'opzione deliberato per delega dal consiglio di amministrazione, dato che l'art. 2443, comma 1, c.c. estende a quest'ipotesi i medesimi obblighi informativi – *in quanto compatibili* – già previsti per il caso di deliberazione assembleare.

Si assiste, in quest'ultima disposizione, a una *separazione* (non soltanto concettuale ma in un certo senso) *fisica tra informazione e risultato*. Il destinatario degli obblighi informativi non coincide con l'organo che adotta la delibera: la presentazione ai soci della relazione illustrativa del consiglio (oltreché del parere dell'organo di controllo e dell'eventuale relazione di stima) non è funzionale all'esercizio del diritto di voto. Essa nondimeno consente agli azionisti di orientare la propria condotta, anzitutto sul piano sociale e *ancorché fuori da un contesto deliberativo*; di esercitare un controllo su un'operazione che di per sé accentua la loro estraneità alla gestione dei valori investiti e rischia di spostare l'interesse preso a cura dal consiglio deliberante «von der Gesamtheit der Mitglieder auf den herrschenden Gesellschafter»¹⁴⁷.

Anche in questo caso la scissione tra voto e informazione potrebbe dimostrarsi non indifferente sul piano dell'interpretazione della disciplina. Se il senso di un'estensione («compatibile») degli adempimenti informativi gravanti sugli amministratori alla fattispecie dell'aumento di capitale per delega è effettivamente quello di disallineare il diritto di informazione dalla competenza deliberativa in funzione di una tutela individuale – potrebbe dirsi *autogestita* – dell'investimento degli azionisti¹⁴⁸, non è forse scontata l'opinione della dottrina che esclude la necessità di un deposito della relazione del consiglio presso la sede sociale prima dell'adozione della delibera. Dal trasferimento di competenza non discende necessariamente l'estraneità dei soci alla fase istruttoria della decisione di aumento, né può ritenersi sufficiente un'informazione *ex post* sulle ragioni specifiche e sui

¹⁴⁷ Il virgolettato in HABERSACK, 299.

¹⁴⁸ In ciò potendosi ravvisare – e lo si verificherà meglio nel paragrafo seguente – un principio di portata più generale di «persistente utilità» del diritto di informazione «anche in quei contesti “non partecipativi”» caratterizzati dall'istituzionale difetto di un *Recht auf Entscheidungsteilhabe*: così PINTO, *Funzione*, 253, nt. 163.

termini dell'operazione deliberata¹⁴⁹: il coinvolgimento degli azionisti sembra per contro dover avvenire al momento stesso dell'esercizio della delega, e perché diversamente la determinazione assembleare (o statutaria) di criteri di esclusione dell'opzione vincolanti per l'organo amministrativo potrebbe ridursi a puro esercizio di stile (oltre a non comprendersi il senso dell'estensione della disciplina informativa nelle ipotesi di esclusione semplificata in società quotate o per conferimento in natura del terzo¹⁵⁰) e perché la preventiva informazione appare indispensabile per consentire agli azionisti di impugnare proficuamente la delibera del consiglio lesiva di un proprio diritto sociale¹⁵¹.

¹⁴⁹ Non può dunque condividersi l'idea (per la quale v. già CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 8*) di una netta «spartizione» della tutela informativa tra procedimento assembleare e procedimento consiliare. Segnatamente di quest'idea non può accogliersi la premessa: il presupposto, cioè, più o meno esplicito, di una forza attrattiva del potere di voto nei riguardi del diritto all'informazione. Nel senso del testo, v. SPERANZIN, *Art. 2443*, 887 s.; PINTO, *Funzione*, 253 s., nt. 164; e – pare – DALLA BONTÀ, 262, nt. 110. Ma per l'opinione contraria v. GUERRERA-RESCIO, 897, secondo i quali peraltro la relazione illustrativa dovrebbe limitarsi a dar conto dei soli profili già identificati e disciplinati dalla delibera di conferimento della delega (potendo invece gli altri elementi dell'operazione restare affidati «alla dialettica fra organo amministrativo e di controllo o revisori, fuori da ogni rapporto formale con i soci»: *ivi*, 896); P. MARCHETTI, *Gli aumenti*, 280; BALP-VENTORUZZO, 810 ss.; GUERRERA, sub *art. 2443*, 1190, che implicitamente risolve la nozione di *partecipazione dei soci al procedimento* nel momento – come si è detto non necessariamente assorbente – della partecipazione alle operazioni di voto; GIANNELLI, 275, secondo il quale la predeterminazione statutaria dei criteri *ex art. 2443*, comma 1, c.c. surrogerebbe la *disclosure* – nella fase anteriore all'adozione della decisione di aumento – in ordine alle ragioni di esclusione dell'opzione.

¹⁵⁰ SPERANZIN, *Art. 2443*, 887.

¹⁵¹ Sul punto v. per tutti – con riferimento all'inosservanza dei citati obblighi di documentazione dell'istruttoria preconsiliare – BALP-VENTORUZZO, 813 s.; PINTO, *Funzione*, 251 s., testo e nt. 162, che giustamente circoscrive il rimedio all'ipotesi di violazione di limiti *fissi* al potere degli amministratori (così negandosi l'accesso all'impugnazione «in caso di violazione del limite, tipicamente *mobile*, discendente dal nesso necessario fra l'esclusione dell'opzione e il parametro dell'*interesse sociale*»).

Nell'ambito della società a responsabilità limitata, propongono un'applicazione analogica dell'art. 2388 c.c., con precipuo riguardo alla fattispecie dell'aumento di capitale per delega (art. 2481 c.c.), GUERRERA-RESCIO, 896, i quali d'altra parte prospettano, in quello specifico contesto (e nonostante quanto evidenziato in generale per le s.p.a.), un robusto «recupero del c.d. *reporting requirement*, sul versante del rapporto con i soci», nel duplice senso che l'autonomia statutaria potrebbe incrementare gli obblighi informativi degli amministratori e che la più intensa coloritura fiduciaria e personalistica dei rapporti fra organi sociali potrebbe giustificare – in applicazione dei principi generali di correttezza e buona fede – un potere-dovere degli amministratori di informare i soci: *a*) dell'avvio del procedimento deliberativo (sì da consentire alla minoranza di sollecitare una decisione dell'assemblea *ex art. 2479*, comma 1, c.c.); *b*) della sua conclusione (anche in funzione dell'esercizio del diritto di impugnazione o del recesso); *c*) di un mutamento sopravvenuto delle circostanze che avevano giustificato l'attribuzione della delega (nella prospettiva – eventualmente – di una conferma della stessa o di una modifica del

4. Il fondamento dei diritti di informazione dell'azionista

L'indagine condotta nel paragrafo precedente ha posto in evidenza il nesso – di *occasionalità non necessaria* – che intercorre tra il procedimento assembleare e la circolazione delle informazioni dall'organo amministrativo agli azionisti.

Esclusa per le ragioni descritte la possibilità di giustificare l'inderogabilità della collegialità assembleare nel tipo azionario sulla base di un superiore interesse dell'impresa e ricondotto il significato partecipativo del procedimento a interessi sostanziali (e finali) degli azionisti *uti individui*, la portata funzionale del metodo collegiale unitariamente inteso sembra radicarsi nel suo *ruolo di garanzia informativa*. Il procedimento servirebbe interessi diversi, se riguardato *ora* dal lato del gruppo di controllo *ora* dal lato dell'azionista esterno: per il primo è strumento di decisione; per il secondo è principalmente luogo di produzione (e veicolo) di informazione.

In questo quadro, le considerazioni svolte in tema di *disclosure* preassembleare inducono a rimeditare la tradizionale prospettiva di analisi dei diritti di informazione, quella cioè che ne evidenzia la strumentalità all'esercizio del voto per la produzione di un valore organizzativo¹⁵².

suo contenuto).

¹⁵² Sul punto v. le considerazioni di LATELLA, 803 ss. L'idea della strumentalità del diritto di informazione all'esercizio del diritto di voto è pressoché pacifica in dottrina: e d'altra parte è difficilmente contestabile che una compiuta cognizione delle vicende sociali consenta un'espressione consapevole del voto in assemblea (FOSCHINI, *Il diritto*, 85, 89 s.; DE GREGORIO, 639 ss.; COSTI, *Note*, 75, 112 s., testo e nt. 151; D. PETTITI, 133; BARACHINI, *La tutela*, 171; STAGNO D'ALCONTRES, 94, 96, 98). Quel che invece non appare condivisibile è tradurre la suddetta evidenza nella postulazione di un nesso di funzionalità *necessaria* del binomio informazione-voto al risultato del procedimento deliberativo, sino ad obliterare l'autonoma rilevanza delle prerogative informative e a provocarne «un appiattimento teleologico» sul piano della produzione di valori di gruppo (M. CENTONZE, *L'«inesistenza»*, 31). Quello che non si condivide è cioè un *uso argomentativo* della correlazione tra informazione e voto che, esaurendo la funzione della prima entro il perimetro del secondo, offra risposte in ordine alla spettanza, all'estensione o agli effetti giuridici dei diritti informativi sul presupposto della loro ancillarità alla deliberazione (in questi termini, espressamente, S. PESCATORE, 223 s.; DE GREGORIO, 640 s.), affermando allora – tra le altre cose – che: (i) l'azionista è legittimato all'impugnazione della delibera assembleare in presenza di un illegittimo diniego di informazioni anche se «la stragrande maggioranza si è ritenuta abbastanza informata» e ha espresso voto favorevole, non – tuttavia – perché l'informazione è di per sé meritevole di protezione, ma perché «non si può escludere che le informazioni avrebbero determinato discussioni e mutamenti di opinioni» (DE GREGORIO, 643; in termini simili, più recentemente, MIRONE, *Il sistema*, 414); (ii) per la costituzione di assemblea totalitaria rileva la presenza dei soli azionisti con diritto di voto, dato che l'assemblea totalitaria ha «carattere sostitutivo» dell'assemblea regolarmente convocata e per quest'ultima il *quorum* costitutivo (che è uno dei presupposti per una *delibera* valida) non include

Ancorare la disciplina dell'informazione del socio alla tutela del suo «diritto di concorso all'amministrazione» della società¹⁵³ significa aderire al postulato – come si è visto, non di rado illusorio – di una formazione spontanea della maggioranza e della minoranza, quasi che (solo) la celebrazione dell'assemblea, attraverso le regole del procedimento, consentisse l'aggregazione delle volontà individuali intorno a contrapposti orientamenti, l'uno destinato a prevalere e l'altro a soccombere¹⁵⁴.

Ma – come si è anticipato – questa chiave di lettura può rivelarsi inappagante in tutte quelle realtà azionarie caratterizzate dalla presenza di una maggioranza stabile¹⁵⁵, in cui l'assemblea non unifica le volontà

gli azionisti senza voto (S. PESCATORE, 220 s.); (iii) la legittimazione all'esercizio del diritto di prendere visione della documentazione preassembleare deve circoscriversi ai soli possessori di azioni con diritto di voto, sul presupposto che l'accesso ai documenti depositati nella fase preparatoria sarebbe «finalizzato all'espressione di un voto consapevole» (BARACHINI, *La tutela*, 171); (iv) il socio in mora nei conferimenti può intervenire pur a fronte della sospensione del voto (non perché l'intervento consenta la tutela di interessi individuali dell'azionista ma) perché le azioni a voto sospeso sono computate nel *quorum* costitutivo e l'esclusione degli azionisti morosi frustrerebbe l'interesse alla facilità deliberativa dell'assemblea (SACCHI, *L'intervento*, 244 s.); (v) l'esclusione illegittima dall'assemblea di un azionista che ha il diritto di intervento determina l'impugnabilità della deliberazione solo «quando, sulla base della prova di resistenza, può ritenersi che l'impedimento a votare ha in concreto (almeno sul piano delle possibilità) influito sulla determinazione della maggioranza» (ANGELICI, *Note sul procedimento*, 78 s.); (vi) l'esclusione illegittima dall'assemblea di un azionista che ha il diritto di intervento determina in ogni caso l'impugnabilità della deliberazione, «essendo leso in radice un diritto di rango primario, il cui esercizio non può mai ritenersi *a priori* irrilevante per il risultato deliberativo» (MIRONE, *Il sistema*, 414, nt. 171).

¹⁵³ Il virgolettato è di FOSCHINI, *Il diritto*, 86; e di «diritto speciale di coamministrazione» parlava già, per rinvenire un fondamento positivo dell'interesse dell'azionista a una tempestiva conoscenza dell'ordine del giorno, SOPRANO, 546 s.

Nella dottrina tedesca, per la qualificazione del diritto di informazione alla stregua di *Begleitrecht des Stimmrechts* v. per tutti WOLANY, 156 ss. (ove la distinzione tra *Informationsrechte* da una parte ed *Einsichts- und Auskunftsrechte*: espressione, questi ultimi, di una funzione di controllo dell'operato degli amministratori e della maggioranza). Coglie nei diritti di informazione «eine ambivalente Funktion», diversa cioè a seconda del tipo di azionista che in concreto dispone del diritto, MÜLBERT, *Aktiengesellschaft*, 160, nt. 27: secondo l'A., agli azionisti-investitori (*Anleger*) quei diritti consentono esclusivamente di «ihre Vermögensverwalter überwachen, denen sie ihre Investition anvertraut haben».

¹⁵⁴ E per l'illusorietà del suddetto postulato (di matrice vivantina) v. per tutti LIBONATI, *Il ruolo*, 108; CERRAI-MAZZONI, 348, che identificano nella maggioranza e minoranza «attributi tendenzialmente stabili, che preesistono al rito assembleare e che sopravvivono alla sua celebrazione».

¹⁵⁵ Ove l'organo amministrativo viene ad essere in fatto *strumento di attuazione* degli interessi della maggioranza (così PINTO, *Funzione*, 242 s., che, in forza di questa constatazione, evidenzia come in quelle società sia particolarmente avvertita l'esigenza di assicurare un rapporto equilibrato tra organi sociali e di individuare una sanzione adeguata contro decisioni degli amministratori adottate in violazione delle competenze assembleari).

individuali ma ratifica posizioni di potere¹⁵⁶.

Per altro verso, poi, si dimostrerebbe fuorviante se elevasse l'informazione a mezzo di influenza sulla gestione «conferito al socio nell'interesse sociale»¹⁵⁷: ciò che sposterebbe nuovamente il discorso sulla tutela di un interesse trascendente la posizione individuale dell'azionista e per ipotesi preesistente alla determinazione assembleare.

La prospettiva più corretta per l'analisi dell'informazione è un'altra e si colloca nella sfera individuale, egoistica, del singolo azionista, più che nella dimensione (di rilievo organizzativo) dell'esercizio del voto¹⁵⁸. I diritti di

¹⁵⁶ Nega, in presenza di un gruppo di controllo stabile, che la previsione di diritti di informazione preassembleare tenda a «propiziare l'assunzione di decisioni ponderate» GUERRERA, *La responsabilità*, 284, nt. 115; e v. già, nello stesso senso, LENER, 87.

¹⁵⁷ In questo senso FOSCHINI, *Il diritto*, 90, secondo il quale, se il sacrificio del diritto di voto dell'azionista conduce «ad una impossibilità *materiale* di formazione della volontà sociale, a conseguenze non certo meno gravi [...] darebbe luogo un esercizio del diritto di voto attuato inconsapevolmente o in ragione di una manchevole conoscenza della materia», atteso che una determinazione assembleare che risultasse da un quadro cognitivo alterato o incompleto non potrebbe «identificarsi in quella volontà sociale corrispondente all'interesse comune dei soci e idonea a realizzare lo scopo» dell'iniziativa (i virgolettati *ivi*, 84 s.). Sembra evidente in questa concezione la funzionalizzazione dei poteri di informazione e di voto ad un interesse sociale individuato nei termini *positivi* di un vincolo teleologico all'agire del singolo (e v. ancora *ivi*, 30, per l'affermazione secondo la quale il diritto di informazione dell'azionista deriva dalla causa del contratto sociale ed è, *in virtù di questa sua derivazione*, preordinato all'attuazione dello scopo comune). Ma d'altro canto la stessa qualificazione del voto alla stregua di una posizione funzionale è da ritenersi ampiamente superata, come si è ricordato *supra* nel testo (e per i riferimenti v. nt. 108): potendosi e dovendosi allora verificare su altre basi il fondamento degli stessi diritti di informazione che (pure) gravitano intorno alla vicenda assembleare. A scoraggiare una lettura non individualistica dei diritti d'informazione è poi, ancora una volta, il peculiare assetto di competenze nella società per azioni: e v. infatti le osservazioni di WOHLLEBEN, 32 il quale rileva che «spielt die verbandsnützige Komponente der Informationsrechte keine allzu große Rolle, da die Führung der geschäfte nicht den Gesellschaftern, sondern voll verantwortlichen Vorstandsmitgliedern obliegt».

¹⁵⁸ Anche per il diritto di informazione, come per il diritto di voto, deve osservarsi che l'interesse comune non è «uno scopo istituzionale ma un limite intrinseco» (COSTI, *Note*, 73). Sotto questo profilo, è però possibile osservare che il diritto alla documentazione preassembleare, costituendo la proiezione di una situazione giuridica obbligatoria che investe l'organo amministrativo e che non esige una sollecitazione dei destinatari della prestazione, non si presta ad essere censurato per un eventuale contrasto con l'interesse sociale. Diversamente dal *derecho de formular preguntas* e a prescindere dalla concreta (e per certi aspetti controversa) identificazione di limiti al suo esercizio (COSTI, *Note*, 81 ss.), non può concepirsi un diniego dell'informazione (documentale) da parte dell'organo convocante fondato sull'asserita incompatibilità con l'interesse sociale o sull'invocata *Geheimnisphäre*. Altro è verificare – ed è in questa direzione che procede l'indagine – se l'autonomia statutaria possa abilitare un'occasionale compressione di quegli adempimenti: ma, al di fuori di una siffatta disciplina convenzionale, non c'è dubbio che il rifiuto degli amministratori di procedere al deposito delle relazioni prescritte debba considerarsi in ogni caso illegittimo e che del pari inefficace sarebbe la deliberazione assembleare che a maggioranza autorizzasse o ratificasse una tale omissione.

informazione sembrano doversi imputare all'azionista «*als Kapitalgeber*», soggetto che apporta capitale di rischio e che vanta – per questo – un autonomo interesse alla conoscenza dei risultati e delle modalità dell'amministrazione del suo investimento¹⁵⁹. È in ragione «del sacrificio patrimoniale immediato, della corrispondente aspettativa del lucro e del rischio economico eventuale, [che] fondatamente spetta al socio il diritto ad essere informato»¹⁶⁰; e allora ben si comprende la *ratio* di una tutela supplementare e preassembleare¹⁶¹ dell'informazione in tutti quei contesti che impattano con particolare intensità sull'interesse degli azionisti (alla redditività e) al valore della partecipazione (v. *supra*, in questo capitolo, §

¹⁵⁹ In questo senso v. già FOSCHINI, *Il diritto*, 74 ss. (ove ulteriori riferimenti in nota 18); ID., *Sul diritto*, 56. Nel pensiero dell'A., cioè, le due prospettive descritte nel testo sono complementari (e v. infatti *ivi*, 84, nt. 36): da un lato, il diritto all'informazione è diritto extrapatrimoniale che deriva dallo *status* di socio e che consente la tutela dei diritti patrimoniali dell'azionista medesimo (*ivi*, 67); dall'altro lato, è diritto accessorio alle prerogative di coamministrazione della società, attribuito al socio quale mezzo «per influire sull'andamento della società» (*ivi*, 90: significato, questo, che tuttavia sembra assorbire interamente il primo in FOSCHINI, *L'integrazione*, 807 ss.). Il che, come si è cercato di porre in evidenza, è indubbiamente possibile ma non necessario – sul piano funzionale – all'autonomia della fattispecie. Il punto di rottura della compresenza dei due significati funzionali dell'informazione evidenziati da Foschini sta in una determinata modalità empirica di utilizzo del congegno azionario: si verifica cioè ogniqualvolta gli assetti proprietari e di governo della società pongano concretamente ai margini l'interesse del singolo alla persuasione o alla dissuasione dell'azionariato di controllo. Da questo punto di vista, illusorio risulterebbe altresì il tentativo di distinguere in termini funzionali il *diritto di informazione* dal *diritto di discussione in assemblea* (così invece FOSCHINI, *Sul diritto*, 56 ss., 58, testo e nt. 10): anche il secondo, in società azionarie chiuse governate da una stabile maggioranza imprenditrice, è essenzialmente strumento di conoscenza e di ponderazione – in senso riflessivo e non transitivo – delle scelte che competono al singolo azionista.

¹⁶⁰ Così FOSCHINI, *Il diritto*, 74 s. E v. ancora *ivi*, 78: «il socio, se conferisce il capitale e non *participa in concorso* all'amministrazione, intesa come gestione normale del capitale, ha diritto, *uti singulus*, quale amministrato, ad esser informato in assemblea e fuori di essa dell'andamento e dei risultati della gestione stessa dell'organo competente». Nello stesso senso anche CASELLA, 637, 648.

¹⁶¹ La circostanza che l'informazione intervenga in un momento anteriore all'assemblea sembra già di per sé rilevante nel differenziare la posizione del socio da quella del terzo, nonostante la delibera e le eventuali relazioni degli organi sociali siano soggette ad iscrizione nel registro delle imprese. L'informazione tempestiva consente al socio di esperire ogni più opportuno strumento a tutela della sua partecipazione, così da prevenire un deterioramento del valore del suo investimento in dipendenza della deliberazione. Svalutava questa circostanza D. PETTITI, 134 s., il quale – per argomentare l'esistenza di un diritto di informazione dell'azionista in ordine ad eventuali riserve occulte – deduceva l'incongruenza di una soluzione che avesse limitato i poteri informativi del socio all'apprensione della documentazione preassembleare: una soluzione, questa, che – secondo l'A. – avrebbe assimilato la posizione del socio a quella del terzo, destinatario delle medesime informazioni, pur se in un tempo successivo, per effetto delle formalità pubblicitarie prescritte dall'art. 2435 c.c.

3) ¹⁶².

L'informazione configurerebbe non uno strumento di difesa dell'interesse sociale – atteso che quell'interesse è un *posterius* rispetto alla deliberazione (e al più un limite negativo al potere deliberativo della maggioranza) – ma uno strumento di gestione consapevole di un investimento intrinsecamente aleatorio.

La necessaria connessione tra informazione e diritto di voto sembra del resto smentita da due dati normativi.

In primo luogo, le disposizioni che prevedono obblighi di informazione preassembleare a carico degli organi di amministrazione e controllo sanciscono un generale diritto dei «soci» di prendere visione della documentazione depositata: si tratta dunque di un'informazione accessibile anche ai possessori di azioni senza voto, che pure non prendono parte alla successiva adunanza stante il disposto dell'art. 2370 c.c.¹⁶³. E la sola

¹⁶² Nei quali, cioè, a maggior ragione può affermarsi che «il concreto accesso alle informazioni tipizzate consente di [...] proteggere l'interesse (latamente) sociale alla neutralizzazione di eventuali accordi riservati fra azionisti di controllo, o fra questi e gli amministratori, volti a far sopportare alle minoranze il pregiudizio derivante da una gestione discriminatoria o “privata” degli affari sociali»: in questi termini, sull'informazione che precede l'assemblea, LATELLA, 804.

¹⁶³ Nel senso del testo v. già, con specifico riguardo agli azionisti di risparmio e al diritto di questi di prendere visione dei documenti e degli allegati prescritti dall'art. 2446, comma 1, c.c. *nonostante l'impossibilità di intervenire in assemblea*, NOBILI-SPOLIDORO, 348 s., testo e nt. 40: affermazione, questa, nella quale è evidente la percezione di un'autonomia funzionale dell'informazione preassembleare non solo dal voto ma anche dal diritto di intervento. E v. già ASQUINI, 47, per gli azionisti privilegiati senza voto; ma v. in senso contrario, con riguardo all'art. 130 t.u.f., BARACHINI, *La tutela*, 171; S. PESCATORE, 222, che negava agli azionisti con voto limitato alle delibere dell'assemblea straordinaria la possibilità di esaminare il progetto di bilancio depositato presso la sede sociale in vista della sua approvazione.

Lo stesso ragionamento sviluppato nel testo può oggi estendersi agli azionisti di godimento, che certo non dispongono del diritto di intervenire all'adunanza (artt. 2353 e 2370, comma 1, c.c.) ma che non sembrano – per questo - potersi privare del diritto di apprendere tempestivamente informazioni in ordine alla materia oggetto di prossima discussione: diversamente si dovrebbe concludere che all'azionista di godimento può impedirsi la pronta consultazione del progetto di bilancio e delle relazioni degli organi di amministrazione e controllo depositati presso la sede sociale prima dell'adunanza (artt. 2428 e 2429 c.c.); il che non avrebbe senso data la persistente titolarità di un diritto al dividendo (seppure postergato).

Neppure sembra superfluo osservare che, in mancanza di una disposizione del tenore dell'attuale art. 2370, comma 1, c.c. (sulla quale v., con accenti critici, MONTAGNANI, 496), avrebbe senz'altro dovuto preferirsi un'interpretazione della disciplina del procedimento che accordasse agli azionisti senza voto il diritto di assistere allo svolgimento dell'adunanza (pur senza prender parte alla discussione), dato l'autonomo rilievo dell'interesse del socio ad «aggiornare il proprio bagaglio di conoscenze in ordine all'azione della società nella quale egli ha investito parte della propria ricchezza»: un risultato, questo, che ben può conseguirsi anche «limitandosi ad ascoltare» la discussione tra gli aventi diritto al voto (M. CENTONZE, *L'“inesistenza”*, 29). E ciò, sebbene prima del decreto di riforma n. 6 del 2003 la tentazione di

plausibile ragione di questa asimmetria è data dal fatto che la cognizione della documentazione preparatoria ha *di per sé* – e a prescindere dallo sviluppo del procedimento – una funzione di orientamento e di indirizzo della condotta (non soltanto sociale) dell'azionista¹⁶⁴.

Neppure può dirsi indifferente alla collocazione sistematica dell'informazione preassembleare l'art. 2352, comma 6, c.c., che, in presenza di azioni costituite in pegno o gravate da usufrutto, attribuisce i diritti amministrativi «altri» dal diritto di voto tanto al creditore pignoratizio e all'usufruttuario quanto all'azionista, pur se il voto risulti attribuito al titolare del diritto frazionario (secondo il regime legale: v. comma 1)¹⁶⁵.

È significativo che in ogni caso, anche se sulla quota insistono vincoli, la facoltà di intervenire in assemblea e le «autonome, sebbene non indipendenti»¹⁶⁶, prerogative di informazione (assembleare e preassembleare) vengano accordate altresì all'azionista, attraverso una disposizione che icasticamente distingue il voto, strumento di produzione di valori organizzativi, dagli *altri* diritti di amministrazione, connotati – anche indipendentemente dal voto – da una sicura valenza metaorganizzativa. D'altra parte l'azionista, pur se temporaneamente privo

rinvenire un fondamento del diritto di intervento (non autonomo ma) *derivato* dalla titolarità del potere di concorrere alla produzione del valore organizzativo finale o di rimuoverlo attraverso l'impugnazione (in ogni caso, dunque, dalla connessione con il *risultato* del procedimento) avesse incontrato il favore di una parte della dottrina: e v. per tutti SACCHI, *L'intervento*, 230, che ammetteva l'intervento in assemblea ordinaria degli azionisti privilegiati previsti dal vecchio art. 2351, comma 2, c.c. sulla base della titolarità dell'*Anfechtungsrecht* (nonostante – peraltro – l'intuizione di un non perfetto parallelismo tra il diritto di impugnazione e il diritto di intervento confortata dalla figura del rappresentante comune degli obbligazionisti: v. *ivi*, 232). Sulla tendenziale autonomia del diritto di intervento dal diritto di voto v., nella dottrina meno recente, BUONOCORE, 148; MIGNOLI, *Le assemblee*, 63, testo e nt. 5; MIGNOLI-NOBILI, 389; PATRONI GRIFFI A., 367 ss.; VISENTINI, 984; VERRUCOLI, 323, che in forza di quei presupposti ammetteva l'intervento in assemblea dei soci di cooperativa già in pendenza del triennio necessario per l'acquisto della legittimazione al voto.

¹⁶⁴ Una siffatta situazione non deve sorprendere se solo si muove dal presupposto che i diritti di informazione si proiettano su un piano di tutela *vermögensbezogener*: e v. infatti, con riguardo all'ordinamento francese, GERMAIN-MAGNIER, 397, i quali, pur ricordando che tradizionalmente il diritto all'informazione rappresenta «le moyen d'éclairer le droit de vote de l'actionnaire», osservano che il voto in assemblea e l'informazione agli azionisti «sont aujourd'hui dissociés, puisque les actionnaires porteurs d'actions sans droit de vote possèdent le même droit à l'information que les autres pour la défense de leurs intérêts pécuniaires».

¹⁶⁵ Sulla spettanza dei diritti di informazione e di ispezione anche all'azionista nudo proprietario v. COSTI, *Note*, 113 s.; e con specifico riguardo al diritto di prendere visione della documentazione depositata presso la sede sociale prima dell'assemblea v., seppure in tema di s.r.l. (ove d'altro canto l'art. 2471-bis c.c. non fa che rinviare alla corrispondente disciplina azionaria), ZANARONE, *Della società*, 1686, nt. 71.

¹⁶⁶ L'espressione è di M. CENTONZE, *L'"inesistenza"*, 30.

del voto, conserva, sempre in forza del ricordato art. 2352, comma 6, c.c., ulteriori poteri corporativi, e tra questi i poteri di denuncia al collegio sindacale e all'autorità giudiziaria¹⁶⁷: oltretutto – secondo le regole generali – il potere di disporre della partecipazione, dunque al limite, ove ritenuto conveniente per la conservazione del valore investito, il diritto di cedere le azioni a terzi¹⁶⁸.

In definitiva, l'informazione sembra individuare un valore potenzialmente indipendente dalla condotta assembleare dell'azionista e dalla sua incidenza sui processi di produzione delle decisioni di gruppo¹⁶⁹. Essa sembra volta piuttosto a salvaguardare l'autonomia del socio – invero ridotta nel contesto azionario ma non del tutto assente – nella gestione (in senso lato) della propria partecipazione, a fornirgli cioè il necessario

¹⁶⁷ Sul punto v. BARTALENA, *Pegno*, 103 s., 109, 113, il quale giustifica l'esercizio disgiunto dei diritti di intervento e di impugnazione delle deliberazioni assembleari sul presupposto della disomogeneità delle posizioni del socio e del titolare del diritto frazionario sul piano degli interessi tipici.

¹⁶⁸ Sulla base delle considerazioni svolte nel testo, sembra doversi dubitare della fondatezza dell'opinione (per la quale v. già S. PESCATORE, 220 s.; e oggi SERRA, 55) che risolve il requisito della presenza (o rappresentanza) dell'*intero capitale sociale* previsto dalla disciplina delle assemblee totalitarie nel solo capitale azionario con diritto di voto. Questa interpretazione, che giunge peraltro ad obliterare la posizione dell'azionista moroso e del proprietario di azioni gravate da pegno o usufrutto, non sembra tenere conto della autonoma rilevanza della fase preassembleare. Se si accedesse a quell'interpretazione, il sacrificio della fase preparatoria nel contesto di un'assemblea totalitaria priverebbe gli azionisti senza voto di un'occasione di informazione della quale diversamente avrebbero potuto giovare. Non sembra dunque corretto interpretare l'art. 2366, comma 3, c.c. in funzione dell'art. 2370 c.c.: al più si potrebbe ipotizzare una discontinuità, sul piano soggettivo, tra il capitale che dev'essere rappresentato in un'assemblea totalitaria e il capitale che – in quella stessa assemblea – dispone del diritto di opporsi alla discussione. Il primo comprenderebbe anche gli azionisti senza voto, data l'autonomia dell'informazione preliminare dal deliberato; il secondo potrebbe plausibilmente tagliare fuori l'azionariato senza voto, che del resto, anche in ipotesi di regolare instaurazione della vicenda deliberativa, non avrebbe alcun potere interdittivo fondato sull'insufficienza dell'informazione offerta nella fase preassembleare.

¹⁶⁹ Nella dottrina tedesca v. WOHLLEBEN, 49, il quale, se per un verso riconosce nei diritti di informazione del socio «ein wichtiges 'Hilfsmittel' bei der Steuerung von Verbandshandeln und Willensbildung», per altro verso non ne esaurisce il significato funzionale nella dimensione collettiva dell'esercizio del voto, atteso che quelle prerogative «können nämlich nicht nur zum Zwecke der Mitbestimmung bei Gesellschafterentscheidungen, sondern beispielshalber auch zur Kontrolle der Geschäftsführung oder zur Befriedigung von Individualinteressen des Gesellschafters ausgeübt werden». E v. ancora DEUSS, 29 ss., 42, che costruisce il diritto all'informazione in una dimensione individuale quale *selbständiges Recht* e ne individua la ragione fondante nel (contributo al) miglior esercizio dei diritti di coamministrazione («dem Aktionär den Gebrauch seiner anderen Mitverwaltungsrechte zu erleichtern und sicherzustellen»), con il risultato – per quest'indagine significativo – di rendere autonomo (e *soggettivamente* rilevante) il momento dell'informazione dovuta in ragione dei processi decisionali, disancorandolo (se non dalla condotta assembleare dell'azionista perlomeno) dall'esito del procedimento deliberativo.

sostrato cognitivo per l'esperimento di tutti gli strumenti di reazione, interni e esterni all'organizzazione, a protezione del valore del suo investimento.

Sembra allora che il significato funzionale dell'informazione assembleare e preassembleare debba apprezzarsi *a prescindere dalle sue ricadute sull'esercizio del diritto di voto*. E sembra, in questa prospettiva, che l'informazione costituisca anzitutto strumento di ripristino del necessario equilibrio fra *ownership* e *control*¹⁷⁰ in un assetto organizzativo spersonalizzato e segnato dalla netta divaricazione fra proprietà e gestione¹⁷¹. Da un punto di vista generale, cioè, rappresentando la partecipazione azionaria un'operazione di affidamento di valori alla gestione (esclusiva) di un organo professionale, l'informazione configurerebbe il necessario contrappeso della posizione di estraneità del socio all'amministrazione del valore conferito e della sopportazione di un rischio finanziario (connotato dalla residualità dei diritti patrimoniali, dunque) non coincidente con quello dei creditori dell'impresa. Riguardata poi dal lato degli azionisti esterni al controllo, l'informazione sembrerebbe identificare, a fronte del potere conformativo dell'organo amministrativo e del potere direttivo della maggioranza azionaria, quella posizione di *contro-potere*, minima e indefettibile («die passive Seite der Rechtsmacht»¹⁷²), spettante all'azionista che (le conseguenze dell'esercizio dei) suddetti *poteri* istituzionalmente subisce: dunque, in definitiva, il mezzo attraverso il quale anche il piccolo azionista ed entro certi limiti anche l'azionista privo del diritto di voto partecipano, sotto il profilo della *Verwaltung*, all'*esercizio in comune* dell'attività¹⁷³.

Ed infatti, esclusa la possibilità di un effettivo contributo al processo decisionario, per l'azionista esterno al controllo partecipare (*partem capere*) significa quantomeno poter apprendere e valutare l'operato gestorio e la

¹⁷⁰ Uno spunto in questa direzione in PAVONE LA ROSA, *Pubblicità*, 691 s. E sul significato sistematico dell'equilibrio tra rischio e potere nell'ambito dell'attuale disciplina dell'impresa azionaria v. da ultimo E. BARCELLONA, *Rischio*, 139 ss.

¹⁷¹ Spunti in questa direzione in PINTO, *Le competenze*, 47.

¹⁷² In questo senso, nella dottrina tedesca, BECHTLE, 67 ss. Ed è così che può spiegarsi la diffusa affermazione della immanenza alla partecipazione sociale di un diritto di informazione (in questo senso, espressamente, MÖHRING, 371; EBENROTH, 20; WÜRDINGER, *Aktienrecht*, 142): l'informazione rappresenterebbe un *Kernrecht* (U.H. SCHNEIDER, *Die Inhaltskontrolle*, 26), naturalmente connesso al rapporto di investimento in capitale di rischio (WIEDEMANN, *Die Übertragung*, 35), al punto che non sarebbe necessario neppure individuarne uno specifico fondamento statutario o legale (SCHILLING, 386).

¹⁷³ Che invece, dal punto di vista patrimoniale, è dato (dalla condivisione del rischio di impresa e) dalla *imputazione del risultato* di un'attività di gestione: e v. per tutti SPADA, *La tipicità*, 165 ss.

sua conformità ai principi di corretta amministrazione, eventuali posizioni di conflitto di interessi degli azionisti votanti o l'eventuale esercizio abusivo del voto da parte della maggioranza, e – anche (ma non solo) in conseguenza delle suddette variabili – l'esistenza e l'opportunità di occasioni di disinvestimento, dunque di allocazione alternativa della ricchezza già investita.

L'informazione assume così due significati logicamente consecutivi. Anzitutto orienta l'azionista sull'opportunità di mantenere o dismettere la propria posizione sociale (ciò che del resto assume un rilievo particolare nell'impresa azionaria in considerazione del regime tendenzialmente incompressibile di libera circolazione della quota)¹⁷⁴; e detta opportunità ben potrebbe essere presa in considerazione dall'azionista *anche prima* che la delibera incida sul corso dell'attività sociale o sul valore dell'investimento. Al contempo – e al di fuori di un'immediata possibilità o intenzione di disinvestire – l'informazione consente all'azionista di assumere una decisione consapevole in ordine alla propria condotta sociale: al limite anche in ordine all'esercizio del voto, se questo può valere a conservargli prerogative – quali il recesso o l'impugnazione – dotate di un'indubbia forza negoziale nei rapporti con la maggioranza.

Se le osservazioni che precedono sono esatte, può affermarsi che l'informazione che gravita intorno all'episodio assembleare tutela la libertà di disposizione (*Dispositionsfreiheit*) dell'azionista quale investitore che sopporta il rischio ultimo dell'iniziativa¹⁷⁵.

Un siffatto postulato sembra ricevere convalida sul piano sistematico, se solo si considera l'intensità della tutela dell'interesse informativo in tutti quei contesti nei quali si accorda all'azionista la possibilità di *ripresa dell'apporto* in dipendenza di eventi idonei a deteriorare il valore della partecipazione. Al di là delle ipotesi di *recesso da deliberazione*, potenziate

¹⁷⁴ Sulla rilevanza causale della *Verkebersfreiheit* nella ricostruzione della partecipazione azionaria v. KLÖHN, 81. E per ulteriori riferimenti alla dottrina e giurisprudenza v. *supra*, nel primo capitolo, § 5.

¹⁷⁵ Non è un caso, allora, che la dottrina tedesca qualifichi la violazione di competenze assembleari da parte del *Vorstand* in termini di usurpazione non soltanto di una componente centrale del diritto individuale alla partecipazione all'azione di gruppo ma più in generale di un momento qualificante della stessa *autonomia privata* degli azionisti («eines Teils ihrer Privatautonomie selbst»): così HABERSACK, 299. Il che, probabilmente assume un significato ancora più forte, in società per azioni a ristretta base partecipativa, di quanto non possa riscontrarsi in società aperte al mercato: e per una valutazione (che tuttavia pare – all'opposto – eccessivamente) restrittiva della suddetta *Dispositionsfreiheit* nell'ambito della disciplina del mercato finanziario v. WAGNER, 495 ss., il quale accorda prevalenza all'interesse oggettivo alla tutela di un valore patrimoniale sull'interesse («immaterielle») alla libertà di disposizione (anch'essa intesa in senso patrimoniale) dell'azionista in quanto investitore (511 s.).

dall'ultima riforma organica delle società di capitali, quell'interesse emerge con forza nell'ambito delle regole sul *recesso* (*da fatto* ed in particolare) da soggezione della società partecipata al potere di direzione e coordinamento di altra società (art. 2497-*quater*, comma 1, lett. c, c.c.), oltreché dalla disciplina sull'offerta pubblica di acquisto obbligatoria (art. 106 t.u.f.): prevedendosi nel primo caso un'articolata pubblicità dei rapporti di gruppo e nel secondo caso penetranti obblighi informativi nel comunicato diretto agli oblati; e consentendosi così all'azionista esterno, seppure in modi diversi e sulla base di presupposti non coincidenti, di reagire a un *mutamento rilevante del grado o delle forme di direzione del proprio investimento* attraverso la liquidazione della partecipazione a prezzo amministrato¹⁷⁶.

Anche i diritti di informazione preassembleare sembrano presidiare l'interesse dell'azionista alla corretta amministrazione del suo investimento e, tra le altre cose, al *prudente e tempestivo apprezzamento di occasioni di disinvestimento*¹⁷⁷.

Le cautele informative offerte dal procedimento (tanto dalla sua disciplina generale quanto dalle disposizioni speciali previste in tema di informazione preassembleare per alcune delibere di particolare rilevanza) consentono all'azionista di tutelare *attivamente* il suo interesse alla redditività e al valore della partecipazione e di anticipare eventuali regole di eterotutela operanti anzitutto sul piano risarcitorio. In forza di una tempestiva e completa cognizione in ordine alle vicende sociali, l'azionista – anche e soprattutto l'azionista esterno – può misurare e programmare la propria condotta conseguente alle iniziative di carattere organizzativo intraprese dal gruppo di controllo: può orientare il suo voto (anche solo per non precludersi successivi strumenti di *bargaining*); può esercitare le ulteriori prerogative amministrative che gli spettano, in quanto socio o in quanto minoranza qualificata; può, da ultimo, decidere di riappropriarsi del valore investito, e allora recedere – se ne ricorrono i presupposti – o

¹⁷⁶ Valorizza un principio di effettività della tutela legale dell'interesse dell'azionista al disinvestimento da eterodirezione CARUSO, 169 s., secondo il quale, *anche nelle società quotate*, al di fuori dell'ipotesi di trasferimento del controllo (*ex art. 106 t.u.f.*), riprenderebbe vigore il rimedio del recesso (così, ad esempio, qualora l'assoggettamento a direzione e coordinamento avvenga a seguito di operazioni di integrazione tra imprese a formazione paritetica o comunque spontanea: *ivi*, 170). Anche DENTAMARO, 36 ss., 44, estende il rimedio previsto dal codice civile ai soci di società quotata possessori di titoli non ricompresi nella disciplina dell'offerta obbligatoria. E nello stesso senso, pur con varietà di accenti, v. FRIGENI, 221 ss.; ANNUNZIATA, 279. Significativamente rappresentata in dottrina è anche la tesi opposta, che esclude *tout court* la facoltà di recedere da società eterodiretta quotata ai sensi dell'art. 2497-*quater*, 1° co., lett. c), c.c.: in questo senso v. VENTORUZZO, *Brevi*, 1186 ss.; ID., *Recesso*, 256 s.; PENNISI, 943; M. MAUGERI, *Formazione*, 301 s.; PACIELLO, *Appunti*, 3309.

¹⁷⁷ Sul punto v. BIONE, *Informazione*, 211 s.

rivolgersi al mercato nella ricerca di possibili acquirenti delle azioni¹⁷⁸.

Attraverso l'informazione, in definitiva, l'azionista *organizza* – nei limiti della *mitgliedschaftliche Vermittlung* – il suo investimento. L'informazione ha un costante (invariabile cioè, pur al variare del tipo empirico) carattere metaorganizzativo: è strumento di un'organizzazione della sfera patrimoniale *individuale*, che si sovrappone all'organizzazione di gruppo e che da quella e dai suoi sviluppi può eventualmente finanche prescindere.

5. Informazione preassembleare e società quotate

Il modello appena tracciato, che fonda lo *Schutzzweck* della collegialità nella sua funzione informativa e di ponderazione *riflessiva* delle scelte di autogestione dell'investimento, e che – più in generale – intende l'informazione (anche quella preassembleare) come un valore al servizio di interessi patrimoniali dell'azionista *uti individuus*, deve tuttavia confrontarsi con le peculiarità di società quotate in mercati regolamentati, soggette a un'articolata disciplina di tutela dello *shareholder activism*. In effetti, in quelle società l'informazione sembra travalicare la predicata accezione individualistica e assumere un significato di più ampia portata, apprezzabile piuttosto in una dimensione collettiva e anonima di mercato¹⁷⁹.

Un primo segnale di apertura dell'informazione a una platea imprecisata di investitori, attuali e potenziali, è dato dalla prescritta adozione del veicolo informatico per la diffusione dell'avviso di convocazione delle assemblee e per il deposito – in questo senso *virtuale* – della documentazione predisposta dagli organi sociali: un veicolo al quale può al più affiancarsi (ma non sostituirsi) la pubblicazione sulla stampa quotidiana di un estratto della convocazione, con rinvio alla più dettagliata rappresentazione informatica.

L'istituzione di un luogo di confronto preassembleare alternativo alla

¹⁷⁸ Sul punto v. LATELLA, 803 s. E per un cenno in questo senso – nel senso cioè di una stretta correlazione tra informazione dell'azionista e disinvestimento – v. GUERRERA, *La responsabilità*, 281, testo e nt. 106; BARACHINI, *La tutela*, 177.

¹⁷⁹ Si tratta di un rilievo assai diffuso in dottrina: e v. *ex multis* BELVISO, 835; RORDORF, 775; D'ATTORRE, *Il principio*, 301 ss.; BARACHINI, *La tutela*, 176 s.; BLANDINI, 289 ss.; STAGNO D'ALCONTRES, 100 s.; con precipuo riguardo all'informazione preassembleare, WEIGMANN, *L'assemblea*, 332 s.; ENRIQUES, 499; A. TUCCI, *Gestione*, 9, 37 s., il quale segnatamente rileva che l'esigenza di accordare protezione alle minoranze nelle società quotate trova soddisfazione più nella predisposizione di un circuito informativo anteriore all'adunanza che in una compiuta attuazione del principio collegiale. Alla tutela del mercato è diretta anche l'informazione prescritta in tema di adesione a codici di comportamento, sulla quale v. PRESTI, *Dum Romae*, 520 ss.

sede sociale e potenzialmente accessibile a un pubblico indeterminato risponde a un disegno di politica legislativa che pone al centro del mercato dei capitali – prima ancora che dei rapporti fra la società e i suoi azionisti – il valore della trasparenza¹⁸⁰. Significativo, sotto questo profilo, appare altresì l'art. 125-ter, comma 1, t.u.f., che obbliga l'organo di amministrazione delle società quotate a pubblicare, entro il termine previsto per l'avviso di convocazione dell'assemblea, una relazione per ogni argomento posto all'ordine del giorno, ancorché non richieda *ratione materiae* da specifiche disposizioni di diritto societario¹⁸¹: elevandosi pertanto l'informazione preassembleare a elemento costante e indefettibile del procedimento deliberativo di s.p.a. che negoziano le proprie azioni in mercati regolamentati, e facendosi del pubblico degli investitori l'anonimo destinatario dell'informazione sui fatti sociali¹⁸².

In questa prospettiva – di ordine pubblico del mercato dei capitali – sembrano doversi apprezzare anche le soluzioni introdotte dal d.lgs. 91/2012 e dirette a rafforzare i poteri delle minoranze di sollecitare informazioni dall'organo di gestione e di incidere sulla direzione del procedimento deliberativo.

Anzitutto è da osservarsi che la posizione degli azionisti nella fase che

¹⁸⁰ Resta fermo che il rafforzamento delle prerogative degli azionisti nella fase di istruzione del *thema deliberandum* ha lasciato sostanzialmente invariato il problema del rapporto tra diritto all'informazione e interesse alla riservatezza sull'attività di gestione, dovendosi pertanto escludere che la c.d. direttiva azionisti determini una qualche compressione – a vantaggio dell'azionista – della sfera di riserbo in ordine alle linee strategiche e alle operazioni in corso: così RESCIO, *Iscrizione*, 203.

¹⁸¹ Con questa disposizione possono dirsi superati i limiti dell'art. 130 t.u.f., che prevedeva e prevede il diritto del socio di prendere visione di tutti gli atti depositati presso la sede sociale per assemblee già convocate (e di ottenere copie a proprie spese). Nonostante la disposizione assuma un certo interesse sul piano sistematico (BARACHINI, *In tema*, 130), si è da più parti dubitato della possibilità di attribuirle un'autonoma portata precettiva: ma v. MORERA, 830, secondo il quale il riconoscimento di un generale diritto all'informazione preassembleare avrebbe l'effetto di dilatare i correlativi obblighi che già incombono sugli amministratori in forza della disciplina societaria, dovendosi selezionare la documentazione da depositare sulla base di un criterio di funzionalità all'espressione di un voto consapevole. In questo senso gli amministratori dovrebbero mettere a disposizione dei soci per la consultazione preassembleare – tra gli altri – le bozze e gli allegati dei contratti e delle operazioni societarie da sottoporre all'autorizzazione dell'assemblea in forza di una corrispondente previsione statutaria, o gli atti del giudizio di responsabilità di amministratori e sindaci in vista della delibera di transazione dell'azione sociale: conclusioni, queste, che paiono oggi rafforzate dal disposto dell'art. 125-ter, comma 1, t.u.f.

¹⁸² Sul punto v. LATELLA, 814 s.; CIOCCA, 74, che correttamente evidenzia l'inammissibilità di una contrazione statutaria del termine di pubblicazione della relazione e l'invalidità della deliberazione assembleare di rinuncia all'informazione preventiva prescritta dall'art. 125-ter, comma 1, t.u.f.

precede l'assemblea non si riduce alla spettanza di una situazione giuridica (di vantaggio) passiva, speculare agli adempimenti di istruzione documentale già autonomamente gravanti sugli organi di amministrazione e controllo degli emittenti. L'art. 127-ter t.u.f. consente a «coloro ai quali spetta il diritto di voto» di porre domande sulle materie iscritte all'ordine del giorno nel rispetto di un termine (c.d. di *cut-off*) indicato nell'avviso di convocazione e di regola non superiore a tre giorni prima dell'assemblea; e obbliga la società a fornire le risposte al più tardi il giorno della riunione (oppure due giorni prima della stessa se intende beneficiare di un più lungo termine di *cut-off*)¹⁸³.

La rilevanza metaindividuale del descritto potere di provocare la circolazione di informazioni non è contraddetta dalla relativa regola di legittimazione, che pure ancora la condivisione *attiva* dell'istruttoria preassembleare alla titolarità del diritto di voto.

La verità è che l'istituzione di un circuito informativo che precede la discussione trascende la protezione di un interesse egoistico (e *verbandsrechtlich*) del singolo azionista. Non solo le regole di esercizio dei diritti di intervento e di voto nelle società quotate ben potrebbero provocare l'instaurazione di un dialogo, anche preassembleare, fra l'organo amministrativo e un investitore attualmente non più socio per avere ceduto la partecipazione dopo la data di registrazione¹⁸⁴. Ma soprattutto l'art. 127-ter t.u.f., consentendo un costante monitoraggio dell'organo amministrativo e indirettamente dei soci di controllo, è norma che guarda al buon funzionamento del mercato di quotazione, al generale equilibrio fra le masse dei piccoli investitori e i centri di potere effettivo del mercato dei capitali. Quella disposizione sembra far parte di una disciplina di *Anlegerschutz* che trae la sua imperatività dalla natura pubblicistica degli interessi in gioco: la stessa disciplina che, con l'obiettivo di democratizzare la *governance* delle società quotate, attribuisce agli azionisti rappresentanti (anche congiuntamente) almeno un quarantesimo del capitale sociale poteri – evidentemente indisponibili – di integrazione dell'ordine del giorno (art. 126-bis, comma 1, t.u.f.)¹⁸⁵; e in cui risulta allora difficile

¹⁸³ La funzionalizzazione dell'informazione preassembleare al mercato si traduce – per l'organo amministrativo – nell'obbligo di fare menzione in assemblea delle domande più rilevanti con un sintetico richiamo delle risposte fornite, di rinviare ad un allegato al verbale contenente dettagliata esposizione delle domande e risposte, e di pubblicare in formato elettronico lo scambio di informazioni della fase preassembleare: v. MONTALENTI, *La Direttiva*, 691.

¹⁸⁴ E per uno spunto v. PACIELLO, *L'informazione*, 154.

¹⁸⁵ Sul punto v. ancora PACIELLO, *L'informazione*, 159 s. Sembra peraltro che requisito legittimante la presentazione di domande di integrazione dell'ordine del giorno sia dato dalla semplice qualità di socio, non essendo richiesta la titolarità di un diritto di voto o di intervento

distinguere tra interessi dei soci e interessi del mercato, tra informazione agli azionisti e informazione al pubblico.

In definitiva, la tutela dell'interesse informativo del singolo azionista sembra assumere, nell'ambito delle società quotate e diversamente da quanto detto più sopra in termini generali, un *rilievo di mercato*: le forme del procedimento deliberativo tutelano un interesse (diacronico e trasversale – un *interesse di serie* – quale quello) della collettività anonima degli investitori¹⁸⁶; e appaiono per questo assolutamente sottratte alla capacità precettiva degli statuti sociali e dei regolamenti interni.

Le considerazioni che precedono sembrano sufficienti a circoscrivere il perimetro oggettivo dell'indagine a quella variante empirica del tipo azionario più volte evocata nel corso dell'indagine, caratterizzata da una struttura proprietaria concentrata e dalla mancata diffusione dei titoli presso il pubblico: nella quale – allora – le stesse garanzie informative della collegialità assembleare possono dirsi prive di una effettiva *drittschützende Wirkung*¹⁸⁷.

6. Informazione preassembleare e strumenti di tutela. In particolare: il risarcimento del danno da deliberazione viziata per violazione dei diritti di informazione

Evidenziata la natura strettamente individuale (e in definitiva patrimoniale) dell'interesse protetto dalle forme della collegialità assembleare in realtà azionarie chiuse caratterizzate dalla stabile presenza di un gruppo di controllo, sembra necessario volgere lo sguardo agli strumenti legali di reazione alle omissioni e lacune di carattere informativo.

La riparazione dell'interesse alla legalità del procedimento è prioritariamente affidata all'impugnazione della delibera: la rimozione del valore organizzativo che questa proietta sul regime di produzione

(diversamente da quanto previsto dall'art. 126-*bis*, comma 1, t.u.f. in ordine al potere – individuale – di presentare proposte di deliberazione in assemblea: MARTINO, 105).

¹⁸⁶ Ed è a questo interesse (l'interesse degli operatori del mercato, e segnatamente dei potenziali acquirenti e venditori di strumenti finanziari, quale *interesse di serie*) che gli stessi amministratori sembrano d'altronde dover guardare nel gestire le informazioni possedute in ragione del proprio ufficio: così ANGELICI, *Note in tema di informazione*, 182. Sulla distinzione tra interessi di *gruppo* e interessi di *serie* e sulla sua rilevanza nel diritto societario v. JAEGER, *L'interesse (1964)*, 10 s., 123 ss.

¹⁸⁷ Che l'interesse individuale del *gruppo* degli azionisti riceva una considerazione strumentale alla tutela di un interesse di mercato – nella disciplina dell'informazione preassembleare in società quotate – è un dato che sembra trovare un'ulteriore conferma nella mancata adozione, da parte del nostro ordinamento, di un modello (c.d. *push method*) caratterizzato dalla trasmissione su base individuale di quell'informazione. Sul punto v. GARGANTINI, 134 ss., 140 ss.

dell'azione sociale consente all'azionista impugnante di tornare a valutare l'operato degli amministratori e le scelte della maggioranza – così da esperire ogni più opportuno rimedio a tutela del proprio interesse patrimoniale – prima che per effetto della deliberazione e della sua esecuzione possa prodursi un deterioramento del valore della partecipazione¹⁸⁸.

Il potere di provocare il ripristino della legalità del procedimento assembleare presuppone tuttavia un possesso azionario minimo (isolato o congiunto) pari al cinque per cento del capitale con diritto di voto (in società per azioni non aperta al mercato), al di fuori del quale residua esclusivamente la facoltà di domandare il risarcimento del danno cagionato dalla delibera non conforme. È, questo, il prodotto di una scelta di vertice che ha operato un'inversione nella gerarchia dei valori del diritto azionario: la consumazione di un passaggio – a sua volta gravido di conseguenze sul piano sistematico – da un modello in cui il principio di efficienza e la libertà di azione del gruppo di comando incontrano un limite nella legalità dell'azione societaria ad un *Aufopferungsmodell*, che sacrifica l'interesse dell'azionista minimo all'osservanza delle regole legali (e statutarie) di produzione dell'azione sociale e lo riqualifica «nei termini, essenzialmente patrimoniali», di un interesse alla *conservazione del valore nonostante la non conformità*¹⁸⁹.

L'espunzione del potere di impugnare dal novero dei diritti corporativi minimi – nel quadro di una più generale retrocessione dell'interesse del

¹⁸⁸ Nell'ordinamento spagnolo, che accorda agli azionisti il potere di sollecitare in forma scritta, prima della celebrazione dell'assemblea, o verbalmente durante la medesima, ogni chiarimento o informazione per la miglior comprensione delle materie iscritte all'ordine del giorno (art. 197, commi 1 e 2, *Texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital*), è pacifico che il diritto del socio di «obtener un correcto y debido conocimiento, lo más exacto posible, de la situación económica, patrimonial y financiera de la sociedad, así como los datos necesarios para calibrar y calificar la gestión social» rappresenti «un derecho esencial no sólo inderogable sino, asimismo, irrenunciable»: «y que desde luego su desconocimiento acarrea ineludiblemente la nulidad de los acuerdos de la junta, en que previo a su desarrollo, se ha denegado a cualquier socio la información solicitada». E v. sul punto, anche per la giurisprudenza citata, SÀNCHEZ CALERO, 367.

Per l'annullabilità della delibera *ex art.* 2377 c.c. nell'ipotesi di omesso deposito di atti e documenti previsti dalla disciplina della fase preassembleare, come anche nell'ipotesi di illegittimo diniego del diritto del socio di prenderne visione (ed eventualmente ottenerne copia), v. per tutti BARACHINI, *La tutela*, 174; ZANARONE, *L'invalidità*, 240.

¹⁸⁹ Sul punto v. PINTO, *Il danno*, 850 ss., 853 (il virgolettato *ivi*, 867). Qualifica la posizione sociale della minoranza nei termini di una *Duldungspflicht*, la quale «macht den Eingriff rechtmäßig und gibt dem Entschädigungspflichtigen ein Recht zum Eingriff», KLÖHN, 157 ss. (il virgolettato *ivi*, 165); e sull'*Aufopferungsprinzip* v., nella letteratura tedesca, RÖHRICHT, 257; WIEDEMANN, *Minderheitsrechte*, 867; G. BEZZENBERGER-T. BEZZENBERGER, 18; K. SCHMIDT, *Macroton*, 603.

Verbandsmitglied alla legalità societaria – assoggetta la non conformità della delibera a un trattamento sanzionatorio disomogeneo a seconda dell'ammontare della partecipazione dell'azionista che non vi ha concorso: «per la partecipazione azionaria *minima*, la “conformità” non rileva più sul piano *collettivo* dell'attività organizzata», non rappresenta cioè presupposto indefettibile del valido esercizio della *Gestaltungsmacht* della maggioranza deliberante; conserva invece significato sul piano meramente *individuale* dell'integrità e del valore dell'investimento¹⁹⁰.

Si tratta di considerazioni non prive di riflessi sulla presente indagine: e dalle quali pare anzi possibile trarre alcuni corollari in ordine al profilo della *tutela obbligatoria* contro vizi e lacune dei processi informativi.

Un primo corollario dell'attuale *Aufopferungsmodell* concerne i *presupposti della tutela*. Atteso che la violazione dei diritti informativi rappresenta un vizio incidentale del procedimento deliberativo, che attiene alle forme della collegialità e non (necessariamente) inficia il merito intrinseco del risultato finale, l'azione di risarcimento da non conformità postula l'emersione di un *danno alla partecipazione* dell'azionista che subisce la violazione. Non trattandosi di un vizio sostanziale della deliberazione, che sarebbe per definizione fonte di responsabilità¹⁹¹, l'accertamento del pregiudizio costituisce un presupposto autonomo, distinto dalla distorsione del procedimento: di talché nessuna pretesa risarcitoria compete all'azionista minimo se il vizio della deliberazione non produce un deterioramento, in senso economico o corporativo, della partecipazione¹⁹².

L'azionista minimo dispone pertanto di un *reiner Vermögensschutz*, che, in coerenza con i principi della responsabilità risarcitoria presuppone la «lesione degli interessi finali che si appuntano sulla partecipazione» per effetto del sacrificio delle forme del procedimento¹⁹³.

¹⁹⁰ Sull'erosione del significato *sociale* – dunque *organizzativo* – della non conformità della deliberazione alla legge o allo statuto, se riguardata dal punto di vista della partecipazione minima, v. PINTO, *Il danno*, 856, nt. 19, ove il virgolettato.

¹⁹¹ Sulla differenza tra vizi sostanziali e vizi formali v. GUERRERA, *La responsabilità*, 198 ss.

¹⁹² In questo senso PINTO, *Il danno*, 862; GUERRERA, *La responsabilità*, 279 ss. E, nel diritto tedesco, v. per tutti MÜLBERT, *Aktiengesellschaft*, 345.

¹⁹³ Il virgolettato è di GUERRERA, *La responsabilità*, 279, il quale assegna rilevanza a fini risarcitori a situazioni nelle quali l'irregolarità o la carenza assoluta della documentazione prevista per la fase preassembleare, il diniego ingiustificato di notizie durante la discussione, il mancato rinvio dell'assemblea pur in presenza di richiesta non abusiva della minoranza, o la dilatazione degli argomenti posti in votazione oltre il perimetro dell'ordine del giorno (i) non consentano «l'emersione di un 'vizio sostanziale' o di una 'particolare finalità' della decisione, quando anche legittima, contraria alle [...] esigenze o aspettative» del singolo azionista e (ii) compromettano «la possibilità di adottare le contromisure opportune, già sul piano delle scelte economiche, nonché della tutela endosocietaria» (ivi, 281). Per una diversa valutazione sul

Diversamente, dovrebbe dubitarsi della natura risarcitoria dell'azione e preferirsi una sua qualificazione in termini *indennitari*: dovendosi allora ipotizzare che l'interesse alla legalità del procedimento sia dotato di una consistenza autonoma e che l'azionista vanti un diritto al corrispettivo dell'ablazione dell'*Anfechtungsrecht*¹⁹⁴ (o – secondo un'impostazione solo apparentemente diversa – al valore contrattuale di prerogative corporative non rinunciate al momento dell'ingresso in società e nondimeno violate dalla maggioranza deliberante¹⁹⁵). Ma, d'altronde, l'appartenenza del rimedio al modello risarcitorio sembra doversi tenere ferma in considerazione della sua maggiore coerenza con l'evoluzione del diritto azionario e con la torsione in senso efficientistico che la riforma attuata con d. lgs. 6/2003 ha impresso alla disciplina dell'organizzazione interna.

Affermare che l'alternativa all'impugnazione è un indennizzo, sganciato da una effettiva lesione del valore dell'investimento, significherebbe proiettare sull'attuale diritto azionario le categorie del sistema previgente e – allora – postulare la persistente centralità anche per l'azionista minimo del valore della legalità dei processi di produzione dell'agire collettivo (con la sola differenza che la tutela di quel valore sarebbe oggi affidata ad uno strumento di compensazione monetaria anziché all'impugnazione)¹⁹⁶. Ma un siffatto postulato difficilmente potrebbe accogliersi, ponendosi in controtendenza *tanto* con l'oggettivo decentramento dell'interesse dell'azionista singolo al rispetto della legalità societaria (un dato, questo, che attraversa, fra le altre, anche la disciplina dell'invalidità delle operazioni straordinarie di impresa e delle operazioni sul capitale nelle società aperte al mercato)¹⁹⁷ *quanto* con la riduzione dell'interesse (tipico) dell'azionista esterno al controllo alla *mera conservazione* del valore economico della partecipazione (art. 2497, comma 1, c.c.)¹⁹⁸.

punto, che potrebbe negare spazio alla lesione di un siffatto interesse *soggettivo* dell'azionista, v. PINTO, *Il danno*, 868, secondo il quale i vizi procedimentali integrano ipotesi di non conformità della deliberazione «insuscettibili di generare un'obbligazione risarcitoria, perché riguardanti componenti della partecipazione sociale prive di autonomo valore patrimoniale o comunque inidonee a riflettersi in una riduzione del valore delle azioni»: salvo che per *valore delle azioni* si intenda una qualità dell'investimento azionario individuale, idonea a conferire rilievo alle «opportunità 'soggettive' di proficuo realizzo» (il virgolettato in GUERRERA, *La responsabilità*, 413).

¹⁹⁴ Per questa tesi v. in particolare ANGELICI, *La società per azioni. Principi*, 74 ss. e nt. 122; A. NIGRO, 892; PIAZZA, 289; D'ALESSANDRO, *La tutela*, 459; ROSSANO, 402 ss.

¹⁹⁵ In questo senso LA MARCA, 215 ss.

¹⁹⁶ In questo senso v. infatti PINTO, *Il danno*, 861 s.

¹⁹⁷ Evidenzia, con specifico riguardo alle operazioni sul capitale e alla delibera di emissione del prestito obbligazionario, la prevalenza dell'interesse oggettivo alla stabilità degli assetti organizzativi sulla legalità dell'azione societaria BELTRAMI, 700.

¹⁹⁸ Su questo profilo v. ANGELICI, *La società per azioni e gli «altri»*, 58 ss.; ID., *La società per*

Una considerazione sistematicamente orientata dell'art. 2377, comma 4, c.c. induce dunque a ritenere che, in presenza di deliberazioni viziate da irregolarità o carenze nei processi di informazione, l'interesse alla riparazione presupponga – secondo i principi generali – l'emersione di un danno alla redditività e al valore della partecipazione azionaria.

Un secondo corollario concerne l'*estensione* della tutela obbligatoria.

Qualificata l'azione in termini risarcitori e non meramente indennitari, sembra difficile negare che la riparazione pecuniaria dovuta all'azionista debba seguire un criterio di *volle Kompensation* e ricoprire l'intero spettro dei pregiudizi sopportati dal socio, a titolo di danno emergente ma anche di lucro cessante¹⁹⁹. Anche in questo contesto il risarcimento del danno non può che tendere a realizzare una situazione di equivalenza, ovvero di indifferenza patrimoniale rispetto all'illecito: equivalenza che non sembra tuttavia «perseguibile sul piano *oggettivo*, riferendosi cioè ad una *realtà propria* della partecipazione di capitale, temporalmente isolata ed astratta dal rapporto societario», ma solo su quello *soggettivo*, tenendosi conto della «molteplicità e varietà di significati che l'operazione di investimento» assume per il soggetto-investitore²⁰⁰.

Per queste ragioni, gli obblighi di informazione dell'azionariato che gravitano intorno all'episodio assembleare rappresentano una prospettiva privilegiata per l'analisi del danno da non conformità.

Si è detto infatti che quegli obblighi tutelano la *Dispositionsfreiheit* dell'investitore, ripristinando il necessario equilibrio minimo fra rischio e potere, fra *ownership* e *control*. E d'altro canto conservano la propria forza precettiva indifferentemente nei riguardi del grande azionista e dei possessori di partecipazioni minime: che certo non possono dirsi meno tutelati del primo, ma solo diversamente tutelati. Anche i piccoli azionisti vantano cioè, a fronte dell'obbligo di *disclosure* degli organi sociali, una propria autonoma pretesa, senza che la diversa rilevanza di quella pretesa sul piano dell'organizzazione di gruppo valga a depotenziare il carattere *attributivo* della disciplina sull'informazione²⁰¹.

azioni. *Principi*, 68 ss., 76 s.; M. MAUGERI, *Partecipazione*, 200.

¹⁹⁹ Così GUERRERA, *La responsabilità*, 401. E, del resto – osserva PINTO, *Il danno*, 865 – «i valori costituzionalmente protetti riassunti nel paradigma della 'proprietà azionaria' impongono che a una siffatta situazione di *patis* del socio sul piano collettivo faccia da *pendant* una protezione *adeguata* degli interessi minimi legati all'azione sul diverso piano della tutela risarcitoria individuale».

²⁰⁰ In questo senso v. GUERRERA, *La responsabilità*, 400 ss., 402 (ove il virgolettato).

²⁰¹ Uno spunto in questo senso in BOCCHINI, 236, che equipara le disposizioni risarcitorie a quelle demolitorie sul piano teleologico e funzionale. Sulla necessaria correlazione tra il diritto al risarcimento del danno e il presidio di una precedente *attribuzione normativa* dell'interesse pregiudicato v. poi in generale M. BARCELLONA, 426.

In quest'ottica, la determinazione del pregiudizio non può ignorare le occasioni di disinvestimento perdute dall'azionista a causa della violazione delle prerogative di informazione (e salva in ogni caso la necessità di tener conto delle «eventuali 'esternalità positive' dell'illecito»)²⁰². D'altra parte, l'azione risarcitoria pone al centro del discorso il *soggetto*, l'azionista e le sue scelte di investimento e disinvestimento²⁰³. E se è vero che gli obblighi di informazione non presidiano (o non soltanto) il risultato del procedimento ma (anzitutto) l'investitore in capitale di rischio e il suo potere di autodeterminarsi e di eleggere gli strumenti di tutela del valore della partecipazione (al limite anche trascendenti l'organizzazione di gruppo); se questo cioè è il significato fisiologico degli obblighi informativi e in esso si esprime una connessione qualificata tra procedimento assembleare e soggetto-investitore, quello stesso significato non può poi obliterarsi quando si tratti di determinare le conseguenze di omissioni o distorsioni dell'informazione che precede l'assemblea.

In definitiva, in caso di deliberazioni non conformi alla legge o all'atto costitutivo *per violazione dei diritti di informazione*, l'interesse dell'azionista a decidere se portare avanti l'investimento in quella società o concludere in anticipo «il ciclo di destinazione del risparmio a suo tempo programmato»²⁰⁴ è presidiato da sanzioni di carattere attributivo²⁰⁵; e di

²⁰² Applica il principio della *compensatio lucri cum damno* alla fattispecie in oggetto GUERRERA, *La responsabilità*, 402.

²⁰³ Il che non significa ignorare la consistenza dell'onere probatorio che grava sull'azionista in caso di lesione del suo interesse a cedere a terzi la partecipazione sulla base di una «decisione correttamente formata». Lo segnala, in particolare, VICARI, 328 ss., testo e nt. 60, che articola la fattispecie costitutiva del diritto al risarcimento del danno conseguente alla violazione delle cautele preassembleari *ex artt.* 2501-*ter* ss. c.c. nei seguenti profili: l'omissione di una tempestiva e corretta informazione; la *materialità* della notizia (e cioè l'astratta idoneità della vicenda oggetto dell'obbligo informativo ad influenzare il prezzo di vendita della partecipazione); il nesso causale (da apprezzarsi *in concreto*: da un lato, sul piano soggettivo, quale *transaction causation*, dunque in termini di idoneità di *quella* violazione a determinare *quella* scelta viziata; dall'altro, sul piano oggettivo, quale *loss causation*, per tale intendendosi l'idoneità di *quella* violazione a provocare *quel* pregiudizio). Estraneo alla fattispecie costitutiva del diritto al risarcimento del danno appare invece – e contrariamente a quanto rilevato da VICARI, 329 – l'elemento della colpa (o del dolo) degli amministratori: che certo può venire in considerazione, ma non ai fini dell'art. 2504-*quater* né più in generale – per quel che interessa in questa sede – ai fini dell'art. 2377, comma 4, c.c. Sulla lesione del *diritto all'informazione* da illecito degli amministratori e sulla conseguente azione da danno diretto *ex art.* 2395 c.c. (che presuppone – questa sì – un addebito doloso o quantomeno colposo agli autori della violazione) v., con specifico riguardo agli adempimenti successivi alla pubblicazione del progetto di fusione, ADIUTORI, 196.

²⁰⁴ Il virgolettato è mutuato da A. TUCCI, *La violazione*, 95 s.

²⁰⁵ Del carattere attributivo della disciplina di protezione del disinvestimento informato potrebbe per contro dubitarsi in materia di o.p.a. totalitaria obbligatoria, là dove la previsione di

conseguenza l'omissione delle cautele informative che costellano la fase di preparazione della vicenda assembleare, pur se inidonea a tradursi in un vizio sostanziale (o di contenuto) della deliberazione, potrebbe legittimare pretese risarcitorie dell'azionista minimo per avere impedito l'esercizio consapevole degli strumenti di autotutela del valore dell'investimento, fra questi – al limite – la ricerca di acquirenti potenziali della partecipazione²⁰⁶.

7. La tutela dell'informazione preassembleare tra soggetto e procedimento

sanzioni dirette a neutralizzare la posizione di influenza dominante del mancato offerente (e attraverso il congelamento dei diritti di voto e attraverso l'obbligo di alienare la partecipazione eccedente la soglia di rilevanza: art. 110, comma 1, t.u.f.) ed il potere discrezionale della Consob di commutare la sanzione legale in un'offerta tardiva (art. 110, comma 1-bis, t.u.f.) sembrerebbero privare di fondamento l'eventuale domanda del mancato oblatore di risarcimento da lesione dell'affidamento, dunque della *Dispositionsfreiheit*, per effetto della perdita di occasioni di disinvestimento alternative all'adesione all'offerta. Sul punto v. GAMBARO, 773; G.F. CAMPOBASSO, 269, nt. 37; GIUDICI, 312 ss.; D'ATTORRE, *Opa*, 701; ID., *Il principio*, 401; TOLA, 305 s.; F. FERRO-LUZZI, 212 ss.; MOSCA, 1330; ABU AWWAD, *Violazione*, 1122 ss.; GUIZZI, *Noterelle*, 256 ss.; CARBONETTI, 642 s.; GUERRERA, *La responsabilità*, 97 s., testo e nt. 143; e, sia pure con riguardo all'assetto normativo anteriore alla vigenza del t.u.f., M. STELLA RICHTER *jr*, *Trasferimento*, 229. In senso contrario, v., oltre alla giurisprudenza (Cass., 10 agosto 2012, 14400, in *Banca borsa*, 2012, II, 725 ss.), A. TUCCI, *La violazione*, 73 e 91 ss.; CASTRONOVO, 37 ss., 41; CACCHI PESSANI, 514; GUACCERO, 63 ss.; DESANA, 608 s.; COSTI-ENRIQUES, 169.

²⁰⁶ Il problema si pone in termini del tutto identici per le delibere consiliari lesive del diritto all'informazione, per effetto del mancato deposito presso la sede sociale della documentazione prescritta o dell'inosservanza di un determinato periodo minimo di *stand still* tra deposito e decisione (PINTO, *Funzione*, 254, testo e nt. 165). D'altra parte, anche rispetto a delibere del consiglio di amministrazione, appare corretto riservare l'impugnazione *ex art.* 2388, comma 4, c.c. ai soci che rappresentino la ventesima parte del capitale di s.p.a. chiuse, ed accordare il solo risarcimento del danno agli azionisti minimi pregiudicati dalla non conformità (*ivi*, 259 ss.; ANGELICI, *La società per azioni. Principi*, 362, nt. 40). Il punto tuttavia sembra esigere qualche chiarimento. Il fatto che l'inderogabilità del procedimento assembleare venga a giustificarsi in ragione della posizione *individuale* dell'azionista *als Kapitalgeber* non è in contrasto con la qualificazione del diritto all'informazione alla stregua di un *diritto sociale* (la qual cosa è d'altra parte un presupposto imprescindibile per «un'attribuzione selettiva della tutela reale»: in questo senso, ancora, PINTO, *Funzione*, 259). *Individuale* è l'interesse all'informazione che fonda l'esigenza di un procedimento collegiale di adozione delle determinazioni di gruppo, almeno in un contesto caratterizzato dall'estrema divaricazione tra proprietà e gestione. *Sociale* è il diritto all'informazione: che, d'altronde, non identifica un'«are[a] incomprimibil[e] di autonomia», «una componente attiva dello *status* di socio, indisponibile da parte della maggioranza» (CERRAI-MAZZONI, 344, 371), se è vero che la minoranza pregiudicata potrebbe non possedere una partecipazione sufficiente per l'accesso alla tutela demolitoria. E se la violazione degli obblighi informativi preclude all'azionista minimo l'accesso all'impugnazione della delibera assembleare, non c'è ragione – in presenza di un rinvio dell'art. 2388, comma 4, seconda parte, c.c. alla disciplina dell'art. 2377 c.c. in quanto compatibile – per affermare un diverso trattamento in presenza di deliberazione consiliare affetta dal medesimo vizio.

Delineato in questi termini il modello legale di protezione dell'azionista esterno al gruppo di comando contro le irregolarità dei processi informativi, sembra possibile formulare alcune osservazioni di sintesi.

In primo luogo, alla luce di quanto si è detto, non sembrerebbe aver pregio una soluzione diretta a estendere all'ipotesi di violazione dei diritti di informazione preassembleare un principio di resistenza o di idoneità offensiva sulla falsariga – rispettivamente – dell'art. 2377, comma 4, c.c. e del § 243, *Abs.* II, n. 2, *AktG*. Se si muove dal presupposto che le cautele informative previste per la fase preassembleare non tanto sono ancillari alla produzione di un valore oggettivo – la deliberazione – ma piuttosto proteggono un interesse (patrimoniale) individuale dell'azionista; se si muove cioè dal presupposto che quelle cautele segnano un momento di rilevanza dei procedimenti di azione collettiva *sul piano dei soggetti (investitori)* e contribuiscono a tracciare – si potrebbe dire – la soglia minima di partecipazione dell'azionista (sotto il profilo della *Verwaltung*) all'esercizio comune dell'attività, non sembrerebbe corretto invocare l'indifferenza del vizio informativo alla produzione del risultato (la deliberazione) per porre nel nulla l'interesse dell'azionista (esterno) a ripristinare attraverso l'impugnazione della delibera la situazione antecedente alla sua adozione e valutare di conseguenza, sulla base di un quadro informativo completo, l'opportunità di ogni reazione – interna o esterna alla società – diretta a prevenire l'alterazione del valore del suo investimento.

Significativo appare il fatto che quella soluzione postuli l'individuazione di un interesse-tipo, di un *fictional shareholder*²⁰⁷: la trasfigurazione cioè del significato soggettivo dell'investimento e l'enucleazione – necessariamente stipulativa – di un *azionista comune* per l'apprezzamento dell'effetto

²⁰⁷ È l'espressione utilizzata da ANGELICI, *La società per azioni. Principi*, 96, testo e nt. 39, per costruire una sorta di terza via rispetto all'alternativa tra contrattualismo ed istituzionalismo nell'identificazione dell'interesse sociale (secondo una linea di pensiero – una sorta di *neoinstituzionalismo debole* – già presente, seppure con accenti diversi, in LIBERTINI, *Scelte*, 201 ss.; ID., *Ancora*, 669 ss.).

L'interesse al valore (oggettivo) della partecipazione – che funge da limite esterno all'esercizio di poteri e funzioni nel quadro dell'organizzazione societaria – rappresenta, nella concezione di Angelici, il prodotto di un'operazione di astrazione dalla realtà concreta (la stessa astrazione che – lo si è ricordato nel testo – la legge azionaria tedesca richiede per la valutazione dell'incidenza dei vizi informativi sul procedimento deliberativo: e v. *supra*, nel primo capitolo, § 7). Si tratta, in definitiva, di un interesse del gruppo degli azionisti, che nondimeno presenta, per effetto di quell'operazione di astrazione, connotati di serialità (per i riferimenti v. *supra*, nt. 69); «un 'interesse', potrebbe dirsi, degli azionisti chiunque essi siano»: e v. infatti ANGELICI, *La società per azioni. Principi*, 95, testo (ove il virgolettato) e nt. 37; e, per una prospettiva non diversa, JAEGER, *L'interesse (2000)*, 811 s., ove l'*Unternehmen an sich* diventa l'allegoria di un interesse spersonalizzato, la traduzione monetaria (cfr. ancora ANGELICI, *La società per azioni e gli « altri »*, 58) di un obiettivo di gestione (e di un limite al potere).

distorsivo di un'informazione manchevole o decettiva. Ma questa tendenza a spersonalizzare le regole di azione del gruppo, ad attribuire alle stesse una rilevanza puramente oggettiva²⁰⁸, non sembra potersi elevare a canone ermeneutico di portata generale. Lo studio dei diritti di informazione – come si è rilevato – sembra condurre a conclusioni diametralmente opposte.

Se si accetta l'idea che nelle società per azioni *non* aperte al mercato del capitale e caratterizzate dalla presenza di uno stabile nucleo di controllo il procedimento deliberativo rappresenta la sintesi di due diverse istanze, di un interesse al risultato per i titolari dell'investimento autodiretto e di un interesse all'informazione per i titolari dell'investimento eterodiretto, appare errato fare di quest'ultimo interesse l'oggetto di una regola di giudizio o di un principio di selezione elaborati in funzione del primo. D'altra parte, le disposizioni che circoscrivono l'effetto invalidante dei vizi del procedimento assembleare guardano all'esito deliberativo e disciplinano le condizioni di stabilità dell'azione collettiva. E, se da queste disposizioni può trarsi un principio di irrilevanza *sul piano reale* di vizi che si dimostrino in concreto (*causalmente*) *inefficienti in rapporto al risultato*, è evidente che il medesimo principio non possa estendersi alle cautele destinate ad operare *anche* su un piano diverso da quello del risultato: destinate cioè a soddisfare *anche* un interesse *egoistico* dell'azionista²⁰⁹, e allora qualitativamente esterno al momento della produzione dell'effetto organizzativo.

In forza di queste premesse, pare altresì possibile affermare che le

²⁰⁸ Per quest'impostazione v. soprattutto ANGELICI, *La società per azioni. Principi*, 287 s., 289 ss., 298 ss.: e v. *supra*, nel primo capitolo, § 7, per ogni più opportuno ragguaglio.

²⁰⁹ Di *Selbstnützigkeit* o di *Eigennützigkeit* (o ancora di *egoistische Natur*) parla, con riferimento ai diritti di informazione del socio (anche nei tipi non azionari), larga parte della dottrina tedesca: v. già HUECK, 86; MÜLLER-ERZBACH, 252; FISCHER, 779; MÖHRING, 358; e, più recentemente, WISCHENBART, 87. Condivide in larga parte quest'impostazione anche WOHLLEBEN, 32 s., 49 ss., secondo il quale i diritti di informazione del socio «dienen [...], soweit die gesellschaftliche Treupflicht dies zuläßt, auch der rein privaten Interessenwahrung» (*ivi*, 53). L'A. suggerisce di collocare i diritti di informazione in una categoria autonoma da quelle dei diritti amministrativi e dei diritti patrimoniali: la categoria degli «Schutz- (bzw. Kontroll- und Austritts-)Rechte» (*ivi*, 51). E non è senza rilievo il fatto che in questa terza categoria il momento del controllo su un'attività di gestione di valori affianchi il momento dell'*exit* (*Austrittsrecht*), dunque della riappropriazione di quei valori: quasi che i diritti a contenuto informativo assumessero un significato *metasociale*, implicando gli stessi (e forse anche sollecitando – in una prospettiva di ordinato funzionamento del mercato dei capitali –) l'eventualità di un ripensamento dell'*an* dell'investimento nella società (e poi anche del *quomodo*: ed è sufficiente considerare in proposito l'opzione per un disinvestimento parziale). Sulla strumentalità dei diritti di informazione alla protezione di un valore patrimoniale individuale v. ancora MÜLBERT, *Aktiengesellschaft*, 160, nt. 27.

ipotizzate clausole di indennizzo dei diritti di informazione (assembleare e preassembleare) non contrastano con la rilevanza oggettiva del procedimento. Con esse l'autonomia statutaria non dispone di una regola di giudizio pensata in funzione di un risultato ma disciplina con modalità preterlegali strumenti di tutela di un valore patrimoniale del singolo soggetto investitore²¹⁰.

D'altro canto, l'esigenza di disciplinare *antea* per mezzo della previsione di diritti di indennizzo le conseguenze di un'illegittima instaurazione del contraddittorio assembleare – fermo restando che l'ammissibilità di una siffatta disciplina convenzionale è ancora tutta da verificare – potrebbe essere avvertita tanto dall'azionista (o dal gruppo) di controllo quanto dall'azionista esterno.

Il motivo che spinge il primo a negoziare clausole di indennizzo sembra emergere da due considerazioni di ordine non meramente teorico. Anzitutto, l'impugnazione di una delibera assembleare caratterizzata da un «rapporto di diretta strumentalità con l'esercizio dell'attività d'impresa»²¹¹ è

²¹⁰ Una distinzione simile è prospettata da ANGELICI, *Note in tema di procedimento*, 76, laddove – nell'esaminare la disposizione (art. 2379-bis, comma 1, c.c.) che impedisce l'impugnazione per omessa convocazione a «chi, anche successivamente abbia dichiarato il suo assenso allo svolgimento dell'assemblea», e che così equipara l'adesione preventiva a quella successiva – osserva che l'eventuale assenso prestato dall'azionista prima dell'instaurazione dell'assemblea non configura un'ipotesi di rinuncia all'azione (che d'altro canto presupporrebbe il perfezionamento della patologia, dunque l'avvenuta adozione della delibera in difetto di convocazione) ma «un atto dispositivo del 'diritto' ad essere regolarmente convocati». Il che, in definitiva, equivale a dire che l'art. 2379-bis, comma 1, c.c. non ha ad oggetto il valore oggettivo del procedimento ma solo le prerogative individuali degli azionisti. Certo è che l'A. non contempla ed anzi espressamente esclude la possibilità di una rinuncia preventiva a carattere generale (per una diversa valutazione v. invece NOBILI-SPOLIDORO, 349), traendo conforto dalla disciplina della fusione e dalla regola che consente ai soci, «per la singola operazione» e solo per quella, di abdicare allo *spatium deliberandi* previsto dall'art. 2501-ter c.c. (regola alla quale oggi si affiancano le disposizioni che consentono la rinuncia unanime alla documentazione successiva al progetto: v. *supra*, in questo capitolo, § 3). In questa stessa prospettiva si colloca anche la giurisprudenza: v. Trib. Genova, 29 settembre 1990, in *Soc.*, 1991, 214, che consente ai soci di rinunciare *una tantum* al preventivo deposito della situazione patrimoniale aggiornata in occasione di riduzione del capitale per perdite ai sensi dell'art. 2446 c.c.

In verità, come meglio si osserverà nell'ambito del terzo capitolo, l'art. 2379-bis c.c. non offre alcuna indicazione utile alla legittimazione di un potere della maggioranza di disporre, nei riguardi degli azionisti residui, di una parte del ricordato *Recht auf Entscheidungsteilhabe*. Quella norma disciplina le condizioni di rilevanza di un vizio del procedimento secondo un tipico giudizio *ex post*: è, in definitiva, una disposizione di *Schutzrecht*. Mentre ai nostri fini si rende necessario verificare la possibilità di costruire, organizzare, pianificare un modello di produzione delle decisioni sociali (*rectius* di alcune decisioni sociali) fisiologicamente diretto a surrogare il *Bestandsschutz* con una forma di tutela alternativa dei diritti dei singoli: e sarà allora inevitabile cercare altrove la fonte di legittimazione della clausola in esame.

²¹¹ L'espressione è di D'ATTORRE, *Il principio*, 276, che la utilizza per indicare deliberazioni

suscettibile di paralizzarne il corso naturale, con grave danno per la società e per i terzi, particolarmente se l'azione di annullamento è accompagnata da un'istanza di sospensione cautelare della deliberazione. L'intento di conferire stabilità *esterna* alle operazioni straordinarie di competenza dell'assemblea e di evitare pregiudizi alla *Verkehrsfreundlichkeit* dell'attività sociale sembra già di per sé ragione sufficiente a giustificare la clausola, quantomeno sul piano dei valori dell'impresa.

Ma altrettanti pericoli potrebbero derivare alla stabilità *interna* dell'iniziativa comune dall'accoglimento dell'azione risarcitoria, per due concorrenti ragioni. Da una parte, si tratta di un'azione destinata a coprire uno spettro assai vasto (e non determinabile *a priori*) di voci di danno: una conseguenza, questa, che si direbbe inevitabile se si accoglie l'idea che la violazione dei diritti di informazione possa condurre ad una lesione – giuridicamente rilevante – del valore *soggettivo* della partecipazione. Allo stesso tempo, si tratta di un'azione che vede nella società il proprio soggetto passivo: l'eventuale debito risarcitorio non può che essere soddisfatto con risorse del patrimonio sociale, eventualmente attingendosi – in mancanza di un sufficiente *frei Vermögen* – a valori imputati a capitale con le forme e con gli effetti dell'art. 2437-*quater* c.c.²¹².

Non meno rilevanti sembrano le ragioni astrattamente idonee a motivare il socio di minoranza, nell'ambito della contrattazione statutaria, ad accettare clausole di indennizzo di diritti di informazione connessi alla vicenda deliberativa. Ed infatti anche dal lato dell'azionista esterno al controllo i rimedi previsti dall'art. 2377 c.c. potrebbero apparire scarsamente convenienti, dunque inutilmente costosi.

sottratte alla *Gleichbehandlung*, quale sarebbe – secondo l'A. – la delibera di aumento del capitale sociale a pagamento (contrapposta alla delibera di aumento gratuito, che, non avendo un'immediata rilevanza sul piano dell'attività, non potrebbe tollerare deroghe al principio della parità di trattamento tra azionisti beneficiari dell'aumento).

²¹² In questo senso v. ancora PINTO, *Il danno*, 874 s., il quale evidenzia l'inidoneità di un siffatto modello di attuazione dell'obbligazione risarcitoria a «replicarsi» in tutte quelle ipotesi che assumessero, quale polo passivo dell'obbligazione medesima, un soggetto diverso dalla società (*ini*, 877, testo e nt. 55): ed è a queste, del resto, che si volge lo sguardo quando si ipotizza una clausola di indennizzo di diritti di informazione preassembleare, non potendo che gravare sulla maggioranza deliberante l'onere della prestazione indennitaria.

Sotto altro profilo, può poi osservarsi che il fatto stesso di individuare *nella società* il soggetto passivo dell'azione risarcitoria e di postulare l'applicazione al danno da non conformità della disciplina di disinvestimento forzato di valori collettivi prevista dall'art. 2437-*quater*, commi 6 e 7, c.c. sdrammatizzano, in un certo senso, l'effetto di rottura che l'idea di un *pieno risarcimento* del danno in favore dell'azionista potrebbe esercitare sulla disciplina vincolistica del patrimonio sociale (e sul principio di *Haftungskanalisierung*): un problema, questo, che – è forse superfluo osservarlo – neppure si avvertirebbe se si accedesse alla diversa qualificazione della tutela obbligatoria sostitutiva in termini indennitari (e v. infatti PINTO, *La responsabilità*, 925, nt. 65).

In primo luogo, l'azione diretta al risarcimento del danno potrebbe risultare non agevole in considerazione della difficoltà di provare in giudizio gli elementi costitutivi dell'illecito e, tra questi, la sussistenza di un nesso causale tra il vizio deliberativo e la lesione del valore – oggettivo o soggettivo – della partecipazione. Del pari non soddisfacente potrebbe dimostrarsi l'impugnazione della delibera invalida: l'eventuale sentenza di annullamento non assicura invero il ripristino della situazione anteriore all'illecito, dovendo confrontarsi con l'operatività dei meccanismi legali di stabilizzazione degli effetti prodotti dall'esecuzione del deliberato (artt. 2377, comma 7, e 2384, comma 2, c.c.)²¹³. Al più potrebbe postularsi una tutela risarcitoria complementare in ordine a quella porzione dell'illecito che l'impugnazione non è in grado di rimuovere: ma si tratterebbe nuovamente di un'azione esposta (all'alea di una prova quasi diabolica, dunque) a significativi margini di incertezza per il socio pregiudicato.

Questo essendo il quadro dei *motivi* – degli interessi (degli azionisti) *im subjektiven Sinn* –, è necessario verificare se clausole di indennizzo di diritti di informazione (assembleare e preassembleare) possano considerarsi conformi ai principi dell'ordinamento vigente, dirette cioè a soddisfare un *Interesse im objektiven Sinn*²¹⁴.

²¹³ Sull'interazione della disciplina dell'impugnazione delle decisioni sociali con le regole dettate in tema di rappresentanza e con le ulteriori (e concorrenti) regole di salvezza degli acquisti dei terzi v. per tutti PINTO, *Funzione*, 154, nt. 108; SACCHI, *Gli effetti*, 565; CALANDRA BUONAURO, *Il potere*, 671 s.; e già ZANARONE, *L'invalidità*, 367 s., testo e nt. 155.

²¹⁴ La terminologia è mutuata da JAEGER, *L'interesse* (1964), 5 s. e nt. 5.

CAPITOLO TERZO

LA CLAUSOLA DI INDENNIZZO DEI DIRITTI DI INFORMAZIONE PREASSEMBLEARE

SOMMARIO: 1. L'indennizzo di diritti di informazione nella prospettiva dell'attività e del soggetto: premessa – 2. Atipicità della clausola, liceità e meritevolezza: il problema del metodo – 3. (Segue) La meritevolezza della clausola atipica: valori e interessi. Il giudizio di bilanciamento – 4. (Segue) Meritevolezza astratta e tipo societario: la nozione mobile di compatibilità – 5. La clausola di indennizzo di diritti di informazione: il problema dei limiti esterni. Il concetto relativo di inderogabilità del procedimento assembleare – 6. (Segue) La clausola di indennizzo di diritti di informazione: il rapporto con l'art. 2351 e con la disciplina della nullità delle delibere assembleari – 7. Indennizzo e riscatto nel sistema di valori delle società azionarie – 8. (Segue) Disciplina delle fusioni semplificate e giustificazione assiologica della clausola – 9. Il rapporto tra la disciplina delle operazioni straordinarie e il sistema azionario: *Ausstrahlungswirkung* e *wirtschaftliche Umwandlungen* – 10. La compatibilità dello strumento indennitario: il *Wertungstransfer* dalla disciplina dell'attività di direzione e coordinamento – 11. (Segue) Eterodirezione del procedimento deliberativo e vincoli interni alla disciplina societaria: l'insufficienza dello strumento compensativo; obblighi di motivazione e di integrazione informativa – 12. L'ambito di applicazione della clausola – 13. (Segue) Modificazione statutaria e legittimazione successiva dell'indennizzo dei diritti di informazione. Inadempimento e abuso della clausola

1. L'indennizzo di diritti di informazione nella prospettiva dell'attività e del soggetto: premessa

La meritevolezza di tutela dell'interesse alla semplificazione del procedimento assembleare e dei suoi oneri informativi non sembra giovare – a prima vista – di indicazioni normative dirimenti. La disciplina legale dell'impresa azionaria non consente di percepire con immediatezza «un criterio gerarchico tra gli interessi in rilievo» che indichi già «in astratto quale tra essi deve prevalere»²¹⁵: se l'interesse all'esclusione di cautele della disciplina societaria non funzionali all'impresa o se – invece – l'interesse all'informazione (e la correlativa *Dispositionsfreiheit*) di una minoranza di fatto ininfluenza sulla produzione dell'azione di gruppo.

A quest'impostazione del problema si è giunti sulla base di un ragionamento che scontava l'iniziale difficoltà di eleggere un punto di osservazione della vicenda il più possibile neutro, che non compromettesse l'esito dell'indagine in una direzione o nell'altra.

Si è tentato in un primo momento di inscrivere la clausola di

²¹⁵ I virgolettati in SANFILIPPO, *Il controllo*, 566.

indennizzo nella disciplina dell'attività d'impresa e del procedimento, onde valutarne l'incidenza sull'organizzazione e sulla produzione del risultato deliberativo a prescindere dalle situazioni soggettive gravitanti intorno alla collegialità assembleare. Si intendeva in questo modo prevenire una qualificazione aprioristica – e probabilmente ingiustificata – della clausola in termini di sottrazione di diritti corporativi alle minoranze, secondo una prospettiva – quella del soggetto – che avrebbe lasciato assai poco spazio all'indagine e che, del resto, non è apparsa e non appare l'unica (e neppure la prevalente) chiave di lettura dei rapporti tra maggioranza e minoranza alla stregua del vigente diritto azionario.

L'analisi ha mostrato tuttavia che l'informazione non rappresenta un valore funzionalmente unitario e che anzi protegge interessi diversi a seconda della concreta configurazione della società. Nelle s.p.a. aperte al mercato l'informazione è parte di un sistema di diritto oggettivo che tutela interessi diffusi, trascendenti il momento stesso della produzione del risultato deliberativo.

Al polo opposto stanno le società azionarie chiuse a struttura proprietaria concentrata, in cui l'informazione preassembleare non presidia interessi di serie.

Con un parziale (ma allora inevitabile) ritorno alla prospettiva del soggetto, si è mostrato che in queste realtà azionarie il procedimento deliberativo ha una duplice rilevanza: per alcuni azionisti è strumento di decisione, per altri è occasione di informazione. Il che – si è visto – conferisce all'informazione preassembleare una connotazione doppiamente soggettiva: in primo luogo perché la predisposizione della documentazione in un momento anteriore allo svolgimento dell'adunanza è spesso di fatto un elemento del tutto accessorio e inidoneo a riflettersi sul risultato; in secondo luogo, poi, perché di funzione ponderatoria dell'informazione ha senso parlare esclusivamente per una parte della compagine sociale (l'azionariato esterno) e in un'accezione *riflessiva e non transitiva*.

Assunta questa prospettiva di fondo, la clausola di indennizzo dell'informazione preassembleare si risolve in una regolamentazione *atipica* dell'attività e dei diritti sociali in società chiuse caratterizzate dalla solida presenza di un nucleo azionario di controllo. Essa soddisfa un'esigenza *oggettiva* di concentrazione del procedimento deliberativo, disponendo di prerogative attribuite al *soggetto* (investitore) per la protezione attiva del suo investimento, per la ponderazione – in questo senso *riflessiva* – di eventuali occasioni di disinvestimento o di possibili misure di reazione (sul piano corporativo) all'iniziativa della maggioranza. Appare allora necessario verificare se, stante l'intrinseca meritevolezza della clausola di indennizzo

sotto il primo profilo, cioè sul piano dei valori dell'impresa, lo stesso possa affermarsi anche dal punto di vista della disciplina imperativa dell'organizzazione sociale.

2. *Atipicità della clausola, liceità e meritevolezza: il problema del metodo*

L'ipotesi formulata nell'ambito di questa indagine investe il problema dell'autonomia statutaria – del suo contenuto e dei suoi limiti, esterni e interni – in un contesto nel quale l'atipico ha una posizione perlopiù marginale, stante l'elevato tasso di inderogabilità che l'interprete è comunemente disposto ad attribuire alla disciplina legale delle società per azioni. In quest'ottica, l'ipotesi intercetta un preliminare problema di metodo: nel senso che un esito attendibile (o quantomeno non apodittico) dell'analisi intrapresa presuppone che venga anzitutto identificato un canone interpretativo idoneo a sorreggere – in termini generali – la valutazione di ammissibilità di una disciplina preterlegale dell'azione di gruppo, con particolare riguardo – poi – al tipo azionario.

Secondo un'impostazione che dall'art. 1322 c.c. attraversa l'intera materia negoziale e che è spesso adottata anche in ambito societario, la costruzione di una disciplina dell'organizzazione sociale non ascrivibile a schemi tipici è soggetta a un sindacato di meritevolezza degli interessi perseguiti che non coincide, per ambito e finalità, con la verifica di liceità e che dunque eccede il profilo della non contrarietà all'ordine pubblico e a norme imperative²¹⁶: in ciò dimostrandosi uno strumento particolarmente duttile, idoneo a collocare la clausola controversa al centro di una valutazione comparativa e dinamica degli interessi in gioco.

Di recente è stato teorizzato un modello di articolazione del giudizio di meritevolezza di clausole atipiche che consta di due momenti logicamente consecutivi: (i) l'accertamento della continuità della clausola «con la logica della composizione degli interessi del contesto negoziale» di appartenenza²¹⁷; (ii) la giustificazione della capacità innovativa o derogativa della previsione statutaria alla stregua di «*tutti gli interessi rilevanti, siano essi garantiti, ovvero solo promossi o favoriti nel sistema*»²¹⁸.

A questo modello teorico sembrano potersi opporre alcuni rilievi critici.

Anzitutto, sembra utile distinguere il controllo di meritevolezza dal passaggio (pur necessario) consistente nella verifica della coerenza della clausola con il complessivo assetto organizzativo della società. È, questa, una verifica che attiene piuttosto al profilo dell'interpretazione della

²¹⁶ In questo senso SANFILIPPO, *Il controllo*, 561 ss., 570 ss.

²¹⁷ Così SANFILIPPO, *Il controllo*, 573.

²¹⁸ In questo senso v. ancora SANFILIPPO, *Il controllo*, 572.

clausola e che tende a conservarne e ad adeguarne la portata precettiva: ad attribuirle – si intende – un significato il più possibile aderente al contenuto dell'operazione nel suo insieme, così da assicurarle un'applicazione e una direzione misurate sulla disciplina convenzionale (e legale) del residuo.

L'assegnazione alla clausola di un tenore precettivo non contrastante con il significato globale dell'operazione, pur interagendo con il controllo di meritevolezza, sembra dunque collocarsi al di fuori dell'art. 1322 c.c. e costituire applicazione di uno strumento di verifica del merito della clausola assimilabile, sotto il profilo funzionale, alla causa negoziale²¹⁹: fermo restando – peraltro – che i due momenti, isolati sul piano logico, sono poi destinati a convergere e ad integrarsi reciprocamente sul piano operativo.

Il secondo rilievo concerne la struttura del giudizio di meritevolezza.

Sotto questo profilo, la valutazione comparativa sollecitata dall'art. 1322 c.c. non sembra esaurirsi nella pur ineliminabile operazione di *Abwägung*. Il momento del bilanciamento, che conduce alla concreta delimitazione dell'ambito di operatività della clausola, presuppone un (almeno implicito) riconoscimento dell'astratta meritevolezza degli interessi perseguiti dalla disciplina statutaria. Senza quest'ultimo la comparazione assumerebbe ad oggetto interessi qualitativamente disomogenei: uno soltanto dei quali – e cioè l'interesse antagonista – godrebbe (mentre l'altro – quello protetto o promosso dalla clausola – difetterebbe) di una preliminare attestazione di continuità con la disciplina del tipo. Non sembra dunque inutile separare concettualmente, all'interno del giudizio di meritevolezza, l'affermazione (o negazione) della *meritevolezza in astratto* dall'affermazione o negazione della *meritevolezza in concreto*: la giustificazione del sacrificio di «tutti gli [altri] interessi rilevanti»²²⁰ esige un positivo riscontro della coerenza della clausola con i valori del tipo societario eletto dalle parti.

Sulla base di queste considerazioni, nel tentativo di definire un approccio più graduale alla clausola controversa, potrebbe allora concepirsi un giudizio di ammissibilità della regola statutaria atipica

²¹⁹ Anche il controllo causale sul negozio giuridico risponde all'esigenza di verificare la concreta attitudine del regolamento privato a produrre un qualche effetto e di adeguarne la disciplina all'obiettivo perseguito dalle parti (C.M. BIANCA, 448). Sull'inquadramento della causa negoziale nel sistema delle clausole generali, destinate a comporre conflitti tra le parti secondo una tipica valutazione *a posteriori*, v. ROLLI, 253 ss.; e più di recente LIPARI, 169, 172 s., che coglie nelle più moderne riflessioni sulla causa un processo di transizione della categoria «da dogma a strumento operativo», da «presupposto (e criterio indirizzante) del procedimento interpretativo a [...] risultato del suo svolgimento» (*ivi*, 173).

²²⁰ SANFILIPPO, *Il controllo*, 572.

strutturato nei seguenti momenti di valutazione: una preliminare verifica di congruenza della clausola con le scelte di vertice dell'ordinamento giuridico di appartenenza e con il complesso di valori che esso esprime (un giudizio – potrebbe dirsi – di affinità o di continenza sul piano assiologico); un successivo confronto – che avrebbe i caratteri, esso sì, del bilanciamento tra interessi – con eventuali limiti, *interni alla disciplina*, destinati a condizionare in varia guisa la sorte operativa della clausola. Siffatti limiti devono tenersi distinti dai vincoli di carattere esterno posti da norme imperative o dall'ordine pubblico, che – come in parte si è anticipato – vengono invece in considerazione nell'ambito del controllo di liceità della clausola.

I limiti rilevanti per il secondo stadio del controllo di meritevolezza identificano piuttosto posizioni *soggettive* che ricevono specifica tutela entro il complesso di norme applicabili al tipo e che l'attivazione della clausola è idonea a pregiudicare: in questo senso rappresentano interessi perlomeno astrattamente suscettibili di resistere all'efficacia della regola statutaria all'esito di un'operazione di bilanciamento²²¹. Non di (violazione di) limiti interni ma di (violazione di) limiti esterni si parlerebbe, per converso, con riguardo a una clausola che prevedesse l'approvazione del bilancio ogni tre esercizi o che legittimasse il conferimento a terzi di procura generale abdicativa: in queste ipotesi, un problema di meritevolezza ai sensi dell'art. 1322 c.c. neppure avrebbe ragioni di porsi, dato il palese contrasto con vincoli di ordine pubblico della disciplina societaria, ontologicamente *irrelativi* e per questo inidonei a un giudizio di bilanciamento.

3. (Segue) *La meritevolezza della clausola atipica: valori e interessi. Il giudizio di bilanciamento*

Il giudizio di meritevolezza astratta conserva una sua autonomia tanto

²²¹ In questo sta la differenza tra il controllo di liceità e il controllo di meritevolezza. Il primo presenta «carattere rigido»: in esso «da regola inderogabile è già un dato» (così SANFILIPPO, *Il controllo*, 573). Il secondo esprime una modalità di giudizio *selettiva e comparativa*: e non potrebbe essere diversamente, se è vero che il bilanciamento ha ad oggetto interessi e che l'interesse presuppone un soggetto, portatore di un bisogno, e una previsione generale e astratta istituente un rapporto qualificato con il bene che quel bisogno è idoneo a soddisfare [e v. JAEGER, *L'interesse* (1964), 3].

Il punto è che questo giudizio, selettivo e comparativo, deve articolarsi su due piani. L'interesse protetto o promosso dalla clausola, prima ancora di interagire con gli interessi interni alla singola disciplina societaria, deve coordinarsi con il tipo quale sistema oggettivo di relazioni (e di valori), verificandosi in questo stadio – preliminare al giudizio di bilanciamento – che quel sistema oggettivo possa effettivamente ospitare, includere e valorizzare il *bene idoneo a soddisfare il bisogno* che spinge i soci alla costruzione della clausola statutaria.

dal profilo della meritevolezza in concreto – rappresentandone il necessario antecedente logico – quanto dal giudizio di liceità. In quest'impostazione, l'«ordinamento giuridico» – che l'art. 1322, comma 2, c.c. eleva a unità di misura del giudizio di meritevolezza dell'atipico – assume pertanto una rilevanza duplice.

Anzitutto rappresenta la *Teilrechtsordnung* cui appartiene la clausola controversa: sintesi di valori che cristallizzano l'esito di un giudizio di bilanciamento già operato dal legislatore ed espresso nelle disposizioni che quella porzione di diritto oggettivo concorrono a formare. Il difetto di coerenza con i valori del tipo comporterebbe l'arresto della clausola già a questo primo stadio del controllo di meritevolezza: dovendosi al più attestare – in forza del principio di conservazione degli atti giuridici – la possibilità di assegnazione di un diverso significato alla clausola, o (al limite) di una conversione o traslazione sul piano parasociale dell'assetto di interessi atipico giudicato non meritevole di tutela sul piano dei rapporti sociali²²².

Poi, in secondo luogo, verificata la capacità del tipo di attrarre a sé l'interesse protetto o promosso dalla clausola, l'«ordinamento giuridico» consente di apprezzare la concreta idoneità della previsione statutaria a spiegare effetti giuridici nella *Teilrechtsordnung* di appartenenza.

D'altra parte, l'individuazione di un limite interno alla disciplina può anche privare la clausola di efficacia, se l'interesse antagonista è oggettivamente incompatibile con la sua conservazione: dovendosi allora concludere che la regola statutaria, pur *astrattamente* coerente con l'architettura del tipo, è nondimeno inidonea a superare il vaglio di meritevolezza *in concreto*.

Un esempio può essere utile a chiarire i termini del ragionamento.

Secondo la prevalente dottrina, è da ritenersi inammissibile la clausola di recesso *ad nutum* da s.r.l. a tempo determinato.

In verità, non si contesta la coerenza della clausola con i valori espressi dalla disciplina del tipo, stante – tra l'altro – la meritevolezza dell'interesse al disinvestimento in un contesto in cui difetta un mercato delle partecipazioni²²³. Si rileva però che la libertà statutaria di provocare il disinvestimento del socio sacrificerebbe in modo ingiustificato le aspettative dei creditori se la semplice lettura dell'atto costitutivo non

²²² RESCIO, *I patti*, 472 s., testo e nt. 55.

²²³ Sul punto v. REVIGLIONE, 11 s. Ancor di più quel requisito può dirsi integrato da una previsione statutaria facoltizzante il recesso «per giusta causa», ove il segnalato interesse alla liquidazione della partecipazione assume una più accentuata curvatura personalistica, in aderenza a un assetto normativo nel quale la connotazione fiduciaria dei rapporti tra i soci presenta una sicura rilevanza tipologica (in questo senso v. PISCITELLO, *Recesso*, 729).

consentisse di apprezzare con esattezza il margine di rischio di una distrazione di patrimonio sociale²²⁴.

Quel che preme osservare, al di là della fondatezza del rilievo, è che il giudizio di inammissibilità della clausola – esclusi profili di illiceità – viene ad articolarsi in due momenti logicamente autonomi: un primo passaggio concerne la valutazione di meritevolezza in astratto; un secondo passaggio riguarda un conflitto tra interessi *interni* alla disciplina del tipo. Il che, peraltro, potrebbe avere ricadute non secondarie sul piano dell'interpretazione: la clausola, già dotata di un riscontro positivo in termini di coerenza con i valori del tipo, potrebbe infatti conquistare col tempo un giudizio di piena meritevolezza se, mutando la sensibilità dell'interprete (anche per effetto di sopravvenienze normative), il capitale perdesse (ulteriormente) terreno fra gli strumenti di protezione degli interessi dei creditori sociali.

Un discorso diverso deve farsi – con diverse implicazioni anche sul grado di mobilità diacronica del giudizio di meritevolezza – se la clausola mostra un'intrinseca irrazionalità e incoerenza con il sistema dei valori protetti e promossi dalla disciplina del tipo. Tra le altre in questo senso può considerarsi la previsione di *quorum* assembleari unanimistici in società per azioni.

La clausola non pone un problema di bilanciamento con altri interessi rilevanti: la non meritevolezza di tutela sembra emergere già al primo stadio del controllo previsto dall'art. 1322, comma 2, c.c.²²⁵. La clausola difetta cioè di ragionevolezza in un quadro normativo caratterizzato dalla sistematica vocazione dell'impresa all'efficienza e dal tendenziale distacco – da intendersi comunque in senso egoistico e non in una prospettiva di ordine pubblico – da soluzioni fondate sul consenso²²⁶. In questo caso,

²²⁴ ZANARONE, *Della società*, 781 ss.; REVIGLIONE, 17 ss.; DELLI PRISCOLI, 132 ss.; DACCÒ, 484 ss.; PISCITELLO, *Recesso*, 729 s. Sempre in senso negativo, pur se in forza di considerazioni non circoscritte all'interesse dei creditori, v. TOFFOLETTO, 379 ss. In senso contrario v. VENTORUZZO, *Recesso*, 204; M. STELLA RICHTER jr, *Diritto*, 404 s.

²²⁵ Per vero, l'inammissibilità di *quorum* unanimistici è stata spesso argomentata a partire da una considerazione del principio di maggioranza quale fattore costitutivo dell'ordine pubblico delle società azionarie, condizionante la conservazione dell'ente e, mediatamente, «il raggiungimento della massima produttività dell'impresa» (PELLIZZI, 200). Sembra tuttavia difficile identificare nell'interesse alla facilità deliberativa un profilo di ordine pubblico della disciplina dell'impresa, quasi che clausole di segno contrario contrastassero con un presunto interesse dell'ordinamento alla sopravvivenza dell'organismo societario: se così fosse, probabilmente la disciplina delle s.p.a. vieterebbe del tutto l'innalzamento dei *quorum* e non consentirebbe l'integrazione in via statutaria del catalogo legale delle ipotesi di scioglimento (art. 2484, comma 1, n. 7, c.c.). Il problema – come detto nel testo – è un altro, e cioè lo snaturamento del complessivo profilo assiologico del tipo

²²⁶ Quanto detto non significa che l'istanza efficientistica possa da sé sola giustificare

l'innesto dell'atipico segnerebbe un momento di rottura dei valori dell'impresa azionaria, caratterizzata – già nella sua evoluzione storica – da un progressivo smantellamento di posizioni di carattere individuale.

Il punto è che, se il giudizio di meritevolezza astratta non avesse una sua consistenza autonoma (tanto dal giudizio di liceità quanto dal bilanciamento tra interessi), il ragionamento sulla clausola unanimitica dovrebbe svilupparsi nei termini seguenti: da un lato, nessun limite esterno dotato di forza imperativa potrebbe paralizzare la clausola, essendo l'impresa – anche se strutturata in forma azionaria – affare dei soci e non strumento per il perseguimento di un interesse pubblico; per altro verso, non sarebbe da escludere – almeno in realtà azionarie non aperte al mercato e in ogni caso per delibere diverse da quelle previste dall'art. 2369, comma 4, c.c. – la prevalenza sull'istanza efficientistica dell'interesse all'integrale condivisione degli indirizzi e delle strategie²²⁷. Omettendosi un controllo di meritevolezza in astratto e appuntandosi il giudizio di ammissibilità della clausola sui soli profili della liceità e del bilanciamento tra interessi, con tutta probabilità verrebbe assecondata una soluzione incoerente con le caratteristiche del tipo, implicitamente abdicandosi all'idea che anche gli atti di autonomia d'impresa debbano sottostare ad una verifica funzionale di conformità all'ordinamento²²⁸.

l'accoglimento o il rigetto di determinate soluzioni convenzionali. Da questo punto di vista non può forse condividersi l'opinione di chi, invocando l'istanza di efficienza dell'organo assembleare soddisfatta dall'attuale formulazione dell'art. 2366, comma 4, c.c., preclude all'autonomia statutaria la scelta di imporre, per la validità della deliberazione di assemblea totalitaria, la presenza di tutti gli amministratori e di *tutti* i componenti dell'organo di controllo in luogo della semplice maggioranza (SERRA, 59).

²²⁷ In questo senso v. TANTINI, 120; MARASÀ, 89 s., secondo il quale sarebbe altresì valida la clausola statutaria «che subordinasse la *proroga della società* al consenso dell'intero capitale sociale»: ciò in quanto la regola legale finisce per rimettere «al potere discrezionale della maggioranza la stessa realizzazione della causa contrattuale» (*ivi*, 90). L'argomentazione consente di comprendere il carattere decisivo della preliminare individuazione di una *Teilrechtsordnung* quale referente del giudizio di meritevolezza della clausola: in questo senso, l'A. evidenzia l'inversione dei valori di diritto contrattuale operata dall'ordinamento azionario (in cui il principio di maggioranza si sostituisce a soluzioni fondate sul consenso) e *su queste basi* giustifica la legittimità di un'opzione statutaria che ripristini la gerarchia assiologica del diritto dei contratti. Ma è evidente che, eleggendosi un diverso referente per il giudizio di meritevolezza, e segnatamente il tipo azionario quale autonomo contenitore di valori, il ragionamento sortirebbe esito differente.

²²⁸ Che è poi il presupposto dal quale muove lo stesso SANFILIPPO, *Il controllo*, 564.

A titolo di esempio può ulteriormente considerarsi l'adozione statutaria, anche solo per alcune materie, di un modello di amministrazione disgiuntiva in società per azioni. Quest'ipotesi pone al centro del discorso la cogenza della collegialità consiliare, dunque l'interesse all'unità – in senso oggettivo e soggettivo – dell'azione dell'organo amministrativo (SANFILIPPO, *Funzione*, 128). La predisposizione di un assetto parzialmente alternativo, se per un verso non contrasta

Ciò detto, deve ulteriormente osservarsi che l'esito del giudizio di bilanciamento non si riduce necessariamente all'alternativa tra l'integrale applicazione della clausola e la sua soccombenza piena. Assai più spesso il limite interno alla disciplina del tipo provoca una perimetrazione in senso restrittivo della clausola o la sua soggezione a vincoli o contrappesi di varia natura; o, ancora, opera quale criterio di verifica della persistenza nel tempo di quella congruenza o compatibilità con il sistema già attestata in astratto in occasione del primo stadio del giudizio di meritevolezza²²⁹:

con vincoli di ordine pubblico, per altro verso non trova giustificazione nella conformazione altamente procedimentalizzata dell'attività gestoria di s.p.a.: tant'è che una clausola siffatta meriterebbe probabilmente di essere riqualficata nei termini di un'autorizzazione statutaria – *ex art.* 2381, comma 2, c.c. – alla delega di funzioni amministrative, considerato che proprio il congegno delegatorio rappresenta lo strumento tipico attraverso il quale coniugare l'istanza di celerità e di specializzazione delle competenze con l'elevato grado di procedimentalizzazione che permea l'impresa azionaria e l'articolazione dei poteri al suo interno. Ancora una volta l'autonomia del profilo di *meritevolezza in astratto* sembra consentire il migliore inquadramento della clausola. Se il controllo della stessa *ex art.* 1322 c.c. si risolvesse in un bilanciamento tra interessi, dovrebbe concludersi per la prevalenza dell'interesse dei soci alla dissoluzione della collegialità – almeno per parte delle materie – nei moduli semplificati e agili di un'amministrazione disgiunta: il tutto sulla base dell'ovvia constatazione che l'attività consiliare è funzionalizzata alla cura di un interesse degli stessi soci, liberi allora di definire – salva l'osservanza di vincoli di ordine pubblico – forme e strumenti per il perseguimento dell'oggetto sociale. Ma poiché la collegialità e, con essa, la disciplina della delega gestoria costituiscono espressione di un valore precipuo dell'ordinamento azionario, ossia il carattere procedimentale dell'agire organico (e v. in questo senso LIBERTINI, *Scelte*, 204), la clausola atipica non soddisfa la necessaria continuità assiologica con il tipo societario in discorso, dovendosi pertanto escludere l'ammissibilità già in ordine al primo profilo del vaglio di meritevolezza. Ed è appena il caso di osservare che una siffatta valutazione negativa si dimostra assai più difficilmente superabile, salva l'ipotesi di un radicale mutamento del sistema normativo che governa il tipo in esame o – ancora – salvo che l'evoluzione dell'interpretazione non conduca ad individuare all'interno del tipo un sottotipo dotato di una sua autonoma costituzione assiologica, permeabile dunque a istanze e valori che eventualmente contraddistinguono tipi societari diversi.

²²⁹ Un esempio di condizionamento *ex ante* della portata precettiva della clausola è dato dalla prelazione impropria: la dispensa dal presupposto della parità di condizioni e il potere del terzo (o dello statuto medesimo) di determinare il corrispettivo della cessione ai prelazionari incontrano un limite invalicabile nell'interesse del socio all'equa valorizzazione della partecipazione, dovendosi pertanto assumere quale valore minimo di liquidazione quello che deriva dall'applicazione dei criteri *ex art.* 2355-*bis*, comma 2, e 2437-*ter* c.c., ancorché non richiamati dal testo statutario (M. CIAN, *Clausola*, 696, nt. 8; STANGHELLINI, 585 s.). Un esempio di condizionamento *ex post* è dato dalla clausola di *casting vote* presidenziale, destinata ad essere disapplicata per il periodo di eventuale vigenza di una disciplina statutaria che preveda l'elezione del presidente ad opera della minoranza. L'ipotesi è descritta da SANFILIPPO, *Il controllo*, 587 ss. Anche la clausola di nomina degli amministratori per «gruppi» di azioni, pure in sé valida, potrebbe apparire in concreto immeritevole di tutela e dovrebbe allora – secondo l'A. – essere disapplicata laddove la sua attuazione conducesse all'impossibilità pratica di sostituire gli amministratori nominati (così, ad esempio, in caso di coincidenza fra il numero dei seggi

potendo condurre anche alla sua *disapplicazione* se, in forza di determinate circostanze, la clausola venga ad assumere – appunto in concreto – una direzione conflittuale con i valori del tipo.

Al di là delle differenze sul piano degli effetti, in entrambi i casi si pone il problema di identificare un «criterio di dimensionamento funzionale dell'interferenza» tra interessi: l'edificazione della regola atipica tocca un interesse positivamente radicato nella *Teilrechtsordnung* di riferimento, dovendosi allora *determinare* e *giustificare* – secondo una tecnica di giudizio comune a tutti i conflitti di natura *modale* – la misura del sacrificio che la clausola impone all'interesse interferito²³⁰.

4. (Segue) Meritevolezza astratta e tipo societario: la nozione mobile di «compatibilità»

Sulla base delle considerazioni che precedono, l'operazione ermeneutica che fonda un giudizio di ammissibilità della clausola atipica sembra doversi scandire in tre momenti di verifica, aventi a oggetto:

- (i) la non illiceità della clausola;
- (ii) la meritevolezza in astratto per continuità con la disciplina del tipo;
- (iii) la meritevolezza in concreto per resistenza a limiti interni a quella disciplina e dotati di forza antagonista verso l'interesse protetto o promosso dalla previsione statutaria.

Tracciato in questi termini il modello teorico che si intende applicare all'oggetto dell'indagine, sembra utile – nella prospettiva di inquadrare poi la clausola di indennizzo di diritti di informazione preassembleare – formulare alcune considerazioni di carattere generale in ordine al vincolo esercitato dal *tipo* sull'autonomia statutaria.

In quest'impostazione, il tipo costituisce il referente del giudizio di meritevolezza di tutela. Ma allora, stante il carattere autonomo dei profili di meritevolezza astratta, non sembra corretto assumere una nozione restrittiva del tipo societario, quale somma delle basi strutturali di una certa disciplina dell'impresa dotata di rilievo reale²³¹.

riservati ad un «gruppo» di azioni e il numero degli azionisti titolari delle azioni di quel «gruppo» (*ivi*, 593 ss.). E per una prima teorizzazione dello strumento della disapplicazione di clausole statutarie, v. già ID., *Clausola*, 474 ss.

²³⁰ Sulla distinzione tra conflitti occasionali e conflitti modalì (i primi da risolversi attraverso criteri di amministrazione distribuzione del rischio; i secondi con la previsione di un limite esterno all'interferenza, coerentemente con lo scopo in vista del quale la condotta interferente è tollerata o programmata dall'ordinamento) v. M. BARCELLONA, 447 s. (il virgolettato *ivi*, 448). Sull'impiego delle clausole generali in funzione di dimensionamento dell'interferenza nei conflitti modalì v. poi LIBERTINI, *Clausole*, 374 s.

²³¹ Sul valore euristico del tipo v. in generale, e poi in riferimento al *Gesellschaftstypus*,

In rapporto ai tre diversi stadi del giudizio di ammissibilità della clausola, il tipo rappresenta nell'ordine: l'architettura portante della formula organizzativa prescelta dalle parti; una sintesi di valori e scelte di vertice (identificanti – in qualche modo – lo *stile* di una data forma di organizzazione dell'impresa societaria); un collettore di interessi dotati a loro volta di tipicità.

Di conseguenza, il tipo azionario, una volta elevato a parametro del giudizio di compatibilità della clausola, non comprende esclusivamente elementi di ordine pubblico dell'impresa: tra questi, l'irresponsabilità degli azionisti per le obbligazioni sociali, la natura azionaria della partecipazione, la presenza di un'organizzazione corporativa²³².

Include anche ulteriori profili qualificanti: la procedimentalità dell'agire organico, la concentrazione dei poteri di gestione in capo a un organo distinto dall'assemblea dei soci, la necessità di una periodica rinnovazione del *pactum fidei* tra amministratori e azionisti; dovendosi allora rigettare – non perché contrastante con vincoli esterni, di ordine pubblico, ma piuttosto perché intrinsecamente incoerente con il *Wesen* dell'operazione societaria prescelta – una clausola statutaria che sostituisca alla delega la disciplina dell'amministrazione disgiuntiva, che alteri l'assetto legale delle competenze tra assemblea e organo di gestione²³³, che attribuisca all'amministratore una posizione di sostanziale insostituibilità²³⁴.

Nella sua terza accezione funzionale, il tipo consente poi di misurare la meritevolezza della clausola attraverso una *selezione* di interessi, interni alla disciplina e facenti capo a determinati soggetti o categorie di soggetti (tra

LARENZ, 472 s., ove il rilievo per il quale «[d]er Erkenntniswert des Typus als einer Denkform liegt darin, daß er, im Gegensatz zum abstrakten Begriff, die Fülle der in ihm beschlossenen Einzelzüge gerade in ihrer sinnvollen Verbindung deutlich macht und festzuhalten erlaubt. In der Fülle dieser Einzelzüge spiegelt sich die 'Natur der Sache'». Ed ancora: «[r]echtliche Strukturtypen [...] beziehen sich immer auf in sich zusammenhängende Teilregelungen».

²³² La nozione di tipo proposta nel testo, più che contrapporsi alla nozione di modello – secondo il linguaggio adottato da ZANARONE, *Il ruolo*, 87 ss. – sembra assorbirla. Nella prospettiva dell'A., invece, mentre il tipo individua la somma delle caratteristiche minime di una determinata impresa organizzata in forma societaria, il modello è nozione più elastica e inclusiva, che riflette quella porzione di realtà socio-economica «che il legislatore ha avuto presente» (*ivi*, 91) all'atto di codificare un determinato regime giuridico.

²³³ In Germania è opinione pacifica presso gli interpreti che la violazione delle regole di competenza costituisca causa di nullità della delibera assembleare per contrasto con il *Wesen* della società azionaria (§ 241 *AktG*): e v. SCHWAB, Rz. 17, 2257, il quale osserva che le deliberazioni dell'assemblea in materia di Geschäftsführung, salve le ipotesi di competenze non scritte e salvo il disposto del § 119 *Abs. 2 AktG*, «sind wegen ihrer potentiellen negativen Vorbildwirkung prinzipiell geeignet, das System aktienrechtlicher *checks and balances* zu destabilisieren».

²³⁴ Sul punto v. SANFILIPPO, *Funzione*, 289 ss.

gli altri, gli interessi dei creditori, l'interesse del socio a un equo disinvestimento, l'interesse degli azionisti esterni alla conservazione della redditività e del valore della partecipazione): dovendo pertanto la clausola (già astrattamente meritevole) instaurare con questi interessi un rapporto di interferenza che appaia anch'esso congruo e dunque, in definitiva, idoneo a produrre effetti giuridici nella *Teilrechtsordnung* di appartenenza.

Alla stregua di queste osservazioni, l'«ordinamento giuridico» che costituisce il metro del giudizio di compatibilità (art. 1322, comma 2, c.c.) non si risolve necessariamente nel tipo legale.

Non di rado la compatibilità viene misurata su sottotipi o su singoli modelli di organizzazione corporativa indifferenti per la qualificazione del tipo: è sufficiente pensare al vaglio di compatibilità che l'art. 223-*septies* disp. att. c.c. istituisce nel disciplinare il consiglio di gestione e il consiglio di sorveglianza di società dualistiche *per derivazione dal* sistema tradizionale di amministrazione e controllo. Il che riguarda tanto il profilo dell'applicazione di disposizioni oggetto di rinvio o di richiamo, quanto il giudizio di ammissibilità di un innesto *statutario* di formule organizzative *eteronome*²³⁵. Così, tra le altre ipotesi, domandarsi se la previsione statutaria di autorizzazioni assembleari al compimento di atti di gestione (sul modello dell'art. 2364, comma, 1, n. 5, c.c.) possa avere ingresso nel sistema dualistico non significa altro che porsi un problema di continuità di valori, non – tuttavia – tra la clausola e il tipo azionario (che certo non ne verrebbe adulterato) ma tra la clausola e il sistema dualistico di amministrazione e controllo, con le sue peculiarità e i suoi elementi qualificanti²³⁶.

²³⁵ Il punto è evidenziato da CARIELLO, *La disciplina*, 61 s.

²³⁶ D'altra parte «*applicazione compatibile* è propriamente quella che rispetta peculiarità di caratteri o aspetti della fattispecie disciplinata 'per derivazione'; e «[il] parametro di raffronto dell'applicazione passa a essere la tipicità strutturale, organizzativa e funzionale del sistema» nel quale la clausola è destinata ad operare: così CARIELLO, *La disciplina*, 60, implicitamente confermando che anche un sistema di amministrazione e controllo interno a un tipo legale può essere dotato di una sua *tipicità* e dunque di una capacità del tutto autonoma (e non derivata) di condizionare e orientare le scelte di autonomia privata.

Sotto questo profilo, appare di un certo interesse anche il problema della disciplina applicabile alla cooperativa strutturata in forma di s.r.l.: appare cioè significativo domandarsi se a quest'ultima possano e debbano applicarsi, pur in difetto di un espresso recepimento ad opera dello statuto, disposizioni dettate in tema di società a responsabilità limitata quali la regola di postergazione dei finanziamenti anomali (art. 2467 c.c.) e il regime di responsabilità gestoria del socio (art. 2476, comma 7, c.c.). Sul piano del metodo non si pone soltanto un problema di «coerenza della norma attinta dal tipo s.r.l. con i principi mutualistici» (così SCIUTO, 36, nt. 10; e v. sul punto PRESTI, *Amministrazione*, 1004 ss.; MARANO, 28 ss., per la compatibilità dell'art. 2476, comma 3, c.c.). Ancora prima è in questione la possibilità stessa di enucleare un autonomo tipo di società cooperativa a r.l. Il problema nasce dall'anomalia di una disposizione

Anche la verifica di congruenza con una *Teilrechtsordnung* meno estesa del tipo conferma del resto la forza ermeneutica del giudizio di *meritevolezza in astratto* quale *giudizio di valore*, autentico baricentro della valutazione di ammissibilità di disposizioni statutarie atipiche.

La clausola diretta a riprodurre nel dualistico il sistema delle autorizzazioni assembleari ne è un esempio significativo. D'altra parte, la trasposizione del congegno autorizzatorio in un modello di articolazione dei poteri diverso da quello di provenienza non rappresenta certo un problema di ordine pubblico dell'impresa azionaria. Neppure è presente un qualche interesse suscettibile di contrapporsi alla clausola in un giudizio di bilanciamento: interesse che, per definizione, postulerebbe un *soggetto* in capo al quale puntualizzarsi; e non si vede quale *soggetto* diverso dai soci possa avere un apprezzabile interesse contrario all'adozione della clausola²³⁷. Non resta dunque che concludere per il carattere decisivo di una valutazione di coerenza con principi e valori dell'assetto dualistico dei poteri²³⁸. Tolto il momento della meritevolezza in astratto, la valutazione di compatibilità apparirebbe sprovvista del suo punto di appoggio e il discorso sulla clausola autorizzatoria proseguirebbe in assenza della necessaria consapevolezza circa la natura del giudizio che il canone di compatibilità sollecita e sottende.

È appena il caso di osservare che una siffatta consapevolezza assume un significato forte sul piano ideologico e giuspolitico, proponendo un ruolo dell'interprete quale *cercatore di senso* dell'operazione societaria eletta dai protagonisti dell'iniziativa collettiva, e non piuttosto esaurendo il suo

– l'art. 2519 c.c. – «che consente di 'adottare' le norme previste in tema di s.r.l.: posto che "ci si costituisce secondo un tipo", non "si adottano le norme", ulteriori a quelle che lo identificano, che ne sono invece condizionate» (SCIUTO, 40). La risposta di quest'ultimo A. è tuttavia affermativa (*ivi*, 41): andando così nella direzione della rilevata frantumazione del *tipo* in una serie di *modelli* socio-economici che ne esprimono sul piano normativo le potenzialità di articolazione e di sviluppo.

²³⁷ Al contrario, il solo interesse che sembra emergere nella fattispecie in discorso è quello degli azionisti alla soluzione efficiente di un possibile conflitto interorganico, sebbene non sia affatto scontato che l'assegnazione all'assemblea di un ruolo forte di composizione del contrasto rappresenti in concreto la misura più efficiente: e v. CARIELLO, *Sistema*, 443 e nt. 60.

²³⁸ Una prospettiva simile è ampiamente sviluppata da CARIELLO, *Sistema*, 437 ss., che valorizza le «peculiarità» dell'assetto organizzativo dualistico (440, nonché 444 ss., testo e nt. 63) alla luce delle intenzioni del riformatore e del coordinamento con la più generale disciplina del tipo azionario, concludendo nel senso che l'attribuzione statutaria all'assemblea del discusso potere di arbitraggio realizzerebbe un'intollerabile «deviazione rispetto alla limitazione degli spazi deliberativi in materia gestionale all'accoppiata consiglio di gestione-consiglio di sorveglianza» (449, nt. 64). Ad imporre il rigetto della clausola sono dunque i «tratti caratterizzanti» il dualistico, le sue «specificità» (445, nt. 63), non vincoli di ordine pubblico né interessi suscettibili di resistere all'applicazione di una disposizione astrattamente meritevole: e del medesimo A. v., per argomentazioni di tenore analogo, *I conflitti*, 810 s.; *Operazioni*, 77.

apporto nell'individuazione di limiti esterni all'autonomia statutaria o in un bilanciamento tra interessi²³⁹. Nell'ambito di un metodo siffatto, la *compatibilità* è destinata allora a diventare un qualcosa di più della semplice *compossibilità*: non rappresentando un rapporto di neutrale *non* interferenza, ma una condivisione attiva di valori e principi, la circostanza cioè che la clausola non soltanto possa coesistere con il tipo (o il sottotipo) – giustapponendosi *ab externo* al medesimo – ma vieppiù appaia idonea a «sopportare con» («*compätis*»), a *sorreggere assieme al tipo (o al sottotipo)*, il peso del sistema assiologico nel quale si iscrive.

Ciò detto in ordine all'estensione del tipo, è necessario poi delimitarne la nozione su un piano propriamente funzionale.

La centralità del *giudizio di valore* e il carattere dinamico e diacronico della *Abwägung* consentono di misurare le possibili direzioni di sviluppo dell'autonomia statutaria su una nozione concreta, reale, *empirica* del tipo societario²⁴⁰: mentre appare *inadeguata per eccesso* la regola ermeneutica – nata e alimentatasi su presupposti organicistici – che assolutizza la disciplina della società per azioni in funzione di un modello di impresa di grandi dimensioni e aperta al mercato del capitale di rischio²⁴¹.

Superata una concezione della s.p.a. quale strumento per l'attuazione di un interesse pubblico, difficilmente può intestarsi all'interprete – che intenda verificare il grado di compatibilità di una clausola con la società adottata – il ruolo di trascinare l'autonomia statutaria verso soluzioni pensate per la grande impresa quotata o prossima alla quotazione. All'interprete spetta bensì di verificare se una data variante empirica del tipo trovi riscontro nel «diritto scritto» e ponderare, di conseguenza, il giudizio di ammissibilità di clausole atipiche sulla *Teilrechtsordnung* per tale via identificata²⁴².

²³⁹ Anche questo sembra intendere CARIELLO, *La disciplina*, 65, quando respinge l'idea di una «coincidenza ontologica e tipologica [...] tra compatibilità e assenza di contraria disposizione».

²⁴⁰ Una nozione, questa, alla quale non sono estranee valutazioni di ordine economico: uno spunto in CARIELLO, *La disciplina*, 62, nt. 57; e v. anche PISCITELLO, *Società*, 4 ss.

²⁴¹ Così PELLIZZI, 153 ss., 218 ss.; e v. oggi, nella dottrina tedesca, FLEISCHER, 687. Non diverso sembra il punto di vista di BOCCHINI, 235 s., che assolutizza il valore dell'informazione sul presupposto – pare – di un unitario e omogeneo *rapporto* delle singole varianti del tipo azionario *con il mercato*: salvo poi non escludere che, «eccezionalmente», una determinata disposizione, in uno specifico contesto di relazioni, si faccia carico di esigenze socio-economiche incompatibili con la simmetria informativa tra i soggetti agenti.

²⁴² La rilevanza normativa del *tipo empirico* è affermata da SCIUTO-SPADA, 82 ss., i quali d'altra parte, in luogo della contrapposizione tra tipo e modello (ZANARONE, *Il ruolo*, 87 ss.), distinguono tra la *fattispecie* (ossia la sintesi delle componenti essenziali del singolo ordinamento societario, «selezionate più sul terreno della disciplina – prevalentemente della disciplina dei c.d. rapporti esterni – che non su quello degli antecedenti della stessa») ed il tipo, inteso quale

Sotto questo profilo, la società per azioni rappresenta un congegno duttile, che consente di articolare soluzioni diversificate in ragione del grado di apertura al mercato del capitale²⁴³. In effetti, l'opzione per la struttura azionaria in contesti caratterizzati dall'elevata concentrazione della proprietà dischiude significativi margini di negoziazione sul piano sociale, portando con sé un sistema di valori autonomo e – per questo – autonomamente condizionante le scelte dell'interprete²⁴⁴.

Non sembra allora necessario postulare un'immagine ideale di società per azioni e desumere da questa valori e interessi per poi interpretare in senso evolutivo gli ulteriori «sottoinsiemi del diritto azionario»²⁴⁵. Né d'altro canto parrebbe proficuo ricercare «conclusioni unitarie», espressive di una mediazione tra sub-modelli²⁴⁶: il che probabilmente comporterebbe distorsioni nel giudizio di compatibilità e dal lato delle società chiuse e dal lato delle società aperte. Per contro, constatato che una certa fisionomia concreta, una certa *modalità d'uso* del congegno azionario – segnatamente una società con ristretta base partecipativa e ridotti costi di *agency*, indice di un impiego minimale della formula giuridica offerta dal tipo – intercetta un nucleo normativo differenziato, speciale, tendenzialmente autonomo nell'ambito della disciplina generale, sembra corretto cercare *all'interno di quel nucleo* – e non nella sua proiezione ideale, ovvero nel punto di massima distanza dagli altri tipi societari, né in una variante mediana e compromissoria – valori e interessi rilevanti per il giudizio di meritevolezza²⁴⁷.

Al contempo, la cennata tecnica della disapplicazione della clausola non

momento di emersione del «modello socio-economico sotteso dalla fattispecie legalmente preconstituita» (i virgolettati *ivi*, 82).

²⁴³ Il punto è evidenziato da ABBADESSA, *La gestione*, 49 ss., 52 s., il quale fa coincidere le *Typabweichungen* con le sole «manifestazioni che mettono in giuoco le note funzionali dell'istituto» societario.

²⁴⁴ Sul punto v. FERRI jr, *Autonomia*, 921 ss.; D'ALESSANDRO, *La provincia*, 39 s.; e già LIBONATI, *Clausola*, 254 s.; A. TUCCI, *Gestione*, 22 s.

²⁴⁵ SCIUTO-SPADA, 89, nt. 161. Sarebbe allora ultroneo «rivolgersi, in prospettiva o di fatto, al risparmio diffuso»: sembra sufficiente, invece, adeguare la portata precettiva degli statuti alla situazione presente e concreta della società (in termini di apertura al mercato): così già LIBONATI, *Clausola*, 254 s.

²⁴⁶ In questo senso appare orientato MARASÀ, 89.

²⁴⁷ Sull'autonomia dei singoli tipi sociali all'interno di un medesimo tipo legale v. ancora MELI, 104, il quale individua un metodo di verifica della meritevolezza della clausola articolato in due tempi: da una parte l'individuazione – «sociale prima e normativa poi» – di un submodello (di società per azioni), la selezione – cioè – di una disciplina che costituisca la proiezione delle scelte organizzative operate dai soci; dall'altra l'attestazione di compatibilità della clausola con la disciplina «che si intende porre al suo servizio» (*ibidem*), quella cioè enucleata all'esito del primo stadio.

più compatibile consente di salvaguardare la complessiva coerenza del sistema: l'abbandono del *tipo empirico* di origine da parte della singola realtà azionaria e la sua evoluzione verso forme complesse, tali da impegnare il pubblico risparmio, sortirebbero l'inoperatività della previsione statutaria (ormai) *aberrante*, non più coerente cioè con il *Wesen* o con le gerarchie di interessi del tipo (empirico) traguardato²⁴⁸.

5. *La clausola di indennizzo di diritti di informazione: il problema dei limiti esterni. Il concetto relativo di inderogabilità del procedimento assembleare*

Il discorso sul metodo condotto in questa sede sembra maturo per una sua applicazione al problema della clausola di indennizzo dell'informazione preassembleare in società per azioni chiuse.

È già stato evidenziato nel corso dell'analisi che un sacrificio occasionale ma programmato (anche *quoad effectum*) dei diritti informativi della minoranza deve necessariamente giustificarsi alla stregua di taluni principi ordinatori del tipo azionario, che identificano limiti esterni all'autonomia statutaria e che hanno – per questo – una portata tendenzialmente indisponibile.

La disciplina dell'informazione preassembleare ha senza dubbio carattere imperativo: in primo luogo perché è parte di un procedimento che secondo la percezione comune concede ben poco spazio all'autonomia statutaria; ma soprattutto perché l'inclusione delle minoranze nei processi di *governance* (profilo, questo, di ordine pubblico dell'impresa azionaria)

²⁴⁸ L'elasticità del canone della compatibilità si apprezza anche sotto un ulteriore profilo. Esso consente non soltanto una verifica per stadi (o livelli) della meritevolezza, ma chiude altresì il cerchio della complessiva operazione ermeneutica con un sindacato di congruenza degli strumenti attraverso i quali la clausola è astrattamente azionabile. Si intende dire che la compatibilità non si gioca soltanto sul piano della creazione della clausola statutaria, ma anche su quello – eventuale e successivo – della reazione alla sua violazione. Si pensi alla già ricordata clausola di prelazione impropria e alla molteplicità di soluzioni che potrebbero astrattamente prospettarsi in ipotesi di violazione della stessa da parte del socio alienante (problema comune alla clausola di prelazione ordinaria e storicamente studiato con riguardo al gradimento mero: per i termini della questione v. MELI, 156 ss.; e, più recentemente, STANGHELLINI, 588 ss.). Al di là della plausibilità delle singole opzioni, predicare la nullità del contratto di cessione della quota, l'inefficacia della stessa per la società partecipata, l'efficacia dimidiata sul piano del godimento dei diritti sociali, la potestà di riscatto a favore dei soci prelazionari, significa in ogni caso porsi una questione di compatibilità del rimedio con l'ordinamento di afferenza (con la tecnica azionaria, con la diversa rilevanza tipologica dei diritti patrimoniali e dei diritti amministrativi, con l'efficacia verso i terzi dei patti sociali), da intendersi – anche in questo caso – non alla stregua di una semplice non interferenza ma nel suo significato positivo di strumento che soddisfa appieno gli interessi coinvolti e che al contempo *sopporta e sorregge assieme al tipo (compatitur)* la tavola dei valori che lo permeano.

rileva essenzialmente sul piano dell'informazione, stante l'impossibilità di un loro contributo effettivo al risultato del procedimento (perlomeno ove si tratti di minoranze inerti o comunque esterne al controllo).

È necessario tuttavia che l'imperatività di detta disciplina venga correttamente intesa e che non si traduca in conclusioni apodittiche o puramente formalistiche: non potendosi escludere ogni tentativo di organizzare *preter legem* il procedimento di decisione sul presupposto – in sé debole – che le forme previste dalla legge debbano recepirsi *in quanto forme* e senza alcun margine di negoziazione, a prescindere poi dall'eventualità che l'interesse protetto dalla singola prescrizione venga a connotarsi in termini di – seppur parziale o relativa – disponibilità.

Per questo, i rilievi più sopra formulati (l'inderogabilità del procedimento assembleare; la funzionalità di quella disciplina alla tutela delle minoranze) e apparsi idonei a fondare persuasivamente il carattere imperativo della disciplina dell'informazione preassembleare, non sembrano purtuttavia in grado di *ostacolare dall'esterno* l'indagine su una clausola che istituisce il potere di tradurre (unilateralmente) quell'informazione in un valore monetario con funzione satisfattiva: e sembrano anzi meritare più adeguata collocazione all'interno del giudizio di meritevolezza.

D'altra parte la clausola ipotizzata non sopprime il procedimento assembleare né altera la struttura corporativa dell'impresa azionaria; non priva l'azionista esterno di tutela, limitandosi ad attribuirgli una *protezione alternativa al modello legale*; e peraltro opera dichiaratamente in un contesto nel quale l'informazione non attinge al mercato del capitale di rischio. Una violazione dell'ordine pubblico o di norme imperative potrebbe darsi se la previsione statutaria pretendesse di destrutturare integralmente l'organo assembleare, di consegnare alla maggioranza un potere illimitato e arbitrario di gestione delle prerogative di gruppo o di elidere strumenti di tutela pensati anche per il mercato: ciò in quanto la presenza di una struttura corporativa e di procedimenti deliberativi improntati a collegialità, la garanzia di una tutela minima della minoranza, dunque l'esistenza di limiti al potere conformativo della maggioranza, e il rispetto della disciplina posta a presidio del pubblico risparmio individuano – questi sì – vincoli di carattere esterno, irrelativi e insuscettibili di *Abwägung*.

È in questo senso che le criticità più sopra segnalate sembrano meritare – piuttosto – di essere esaminate nell'ambito del giudizio di meritevolezza: non alla stregua di limiti esterni, ma quali criteri di verifica della coerenza interna della clausola con il diritto azionario²⁴⁹, della sua *Vereinbarkeit* «mit

²⁴⁹ L'inderogabilità del procedimento assembleare avrebbe carattere *globalmente imperativo*:

dem Wesen der AG»²⁵⁰.

Legittimare statutariamente l'occasionale compressione di singole fasi del procedimento assembleare e l'applicazione di misure alternative a tutela degli interessi sacrificati non significa abdicare a un'organizzazione retta da un principio di collegialità e da una sequenza di cautele procedimentali, nè a un sistema di protezione degli azionisti esterni. Significa, invece, consentire alla maggioranza di deliberare – se un apprezzabile interesse sociale lo esige – in assenza di alcuni adempimenti irrilevanti per il risultato e di liquidare il valore che questi assumono per gli azionisti estranei all'iniziativa decisionale: un valore che, allora, non attiene all'epilogo della vicenda deliberativa²⁵¹ ma che si proietta esclusivamente su un piano – *metasociale* – di tutela della libertà di disposizione patrimoniale dell'azionista. Verificato che per effetto della clausola la struttura della società non ne esce deformata o snaturata sotto un profilo *esterno*, diventa necessario accertare *dall'interno del sistema azionario* l'ammissibilità di uno strumento di tutela surrogatoria del valore (procedimentale) individuale dell'informazione.

Accogliendosi queste premesse, si apprezza, con riguardo all'oggetto dell'indagine, l'autonoma portata del giudizio di meritevolezza in astratto.

espressione, questa, tratta da SANFILIPPO, *Il controllo*, 575, ed utilizzata con riguardo al principio di conservazione dell'ente societario, il quale – osserva l'A. – non dev'essere radicalizzato al punto da «trascinare in una valutazione di illiceità» (o – deve aggiungersi – di non meritevolezza: a seconda della natura, esterna o interna, del limite) la scelta di accedere al tipo azionario e al contempo di reclamare «una 'personalizzazione' del modello legale» (*ivi*, 576). Lo stesso ragionamento – sul piano del metodo, si intende – può svolgersi in questa sede. Assolutizzare l'indisponibilità del procedimento significherebbe non valorizzare adeguatamente tutti quegli indici normativi che esprimono per contro il disinteresse dell'ordinamento societario per l'istanza partecipativa o la scelta di far prevalere su quest'ultima l'istanza di efficienza coltivata dalla maggioranza (e su questo profilo v. meglio *infra*, §§ 5 e 9). In altre parole, esclusa la violazione di vincoli di ordine pubblico, l'interprete non può esimersi dal ponderare la rilevanza normativa delle esigenze di partecipazione in rapporto ad «altri interessi comuni del gruppo» (così, seppure in un diverso contesto di indagine, MIRONE, *Il procedimento*, 178).

²⁵⁰ La distinzione tra vincoli di carattere esterno e limiti interni alla disciplina azionaria è ben presente alla dottrina tedesca, là dove afferma che una delibera può considerarsi nulla per *Unvereinbarkeit mit dem Wesen der AG* (§ 241 *AktG*) quando essa «von Vorschriften abweicht, die, ohne Interessen Außenstehender zu schützen, allein die Leistungsfähigkeit der Handlungsorganisation in der Gesellschaft sicherstellen wollen oder auf andere Weise die Struktur der AG prägen» (così SCHWAB, Rz. 17, 2257).

²⁵¹ Si tratta dunque di prendere atto dell'oggettiva irrilevanza – sul piano del risultato – di una tempestiva informazione preliminare in presenza di una struttura proprietaria elementare: non potendosi sostenerne, nell'ambito di quella variante empirica, (quanto rilevato in termini generali da BOCCHINI, 232, e cioè) che il «processo decisionale è funzione dell'informazione, nel senso che al variare dell'informazione varia o può variare la decisione».

In assenza di un divieto espresso, invocare genericamente l'inderogabilità del procedimento assembleare per stroncare sul nascere il discorso intorno alla clausola sarebbe un'operazione affetta da circolarità paralogistica. Di quel procedimento si trascurerebbe la duplicità funzionale: al suo interno dovendosi invece distinguere – anche sotto il profilo della negoziabilità statutaria – ciò che è strumento della decisione finale, dunque della produzione di un valore organizzativo, da ciò che è momento di tutela di un valore metasociale (che – su un piano puramente pregiuridico e nella variante chiusa dell'impresa azionaria – non si trova in un rapporto di necessaria occasionalità con lo svolgersi dell'attività deliberativa).

Se di inderogabilità del procedimento quale limite esterno all'autonomia statutaria si vuol discorrere, è cosa possibile – pare – solo per quel che concerne la prima delle due connotazioni funzionali del procedimento, ovvero per tutte quelle formalità e cautele *strumentali al decidere*. Il che non significa privare di forza imperativa formalità e cautele orientate esclusivamente alla protezione del valore metasociale dell'informazione. Significa però che la prospettiva di valutazione della clausola, in determinate realtà azionarie, non è quella del controllo di liceità ma quella del sindacato di meritevolezza: dovendosi allora verificare se l'interesse tutelato dalla disciplina dell'informazione preassembleare possa soddisfarsi con strumenti alternativi (ma parimenti meritevoli di tutela) alla stregua di principi, scelte di vertice e valori del sistema giuridico di appartenenza.

In definitiva, elevandosi il tipo empirico a unità di misura del giudizio di ammissibilità della clausola, i due momenti di rilevanza, sociale e metasociale, dell'informazione preassembleare seguono percorsi diversi a seconda del «sottoinsieme del diritto azionario»²⁵² in concreto adottato.

In una società con azionariato diffuso, l'informazione, a prescindere dalla sua strumentalità al *deliberandum*, assume una propria coerenza, rappresentando un segmento della disciplina di ordine pubblico del mercato: in quel contesto la clausola di indennizzo si arresterebbe sulle soglie del controllo di liceità.

In una società per azioni chiusa, l'omissione di determinati adempimenti informativi non incide né sul mercato né sul risultato deliberativo: in quel contesto la clausola di indennizzo pone un problema di compatibilità (nell'accezione che è stata evidenziata: v. *supra*, in questo capitolo, § 4) con il tipo e con i suoi valori fondanti.

6. (Segue) La clausola di indennizzo di diritti di informazione: il rapporto con

²⁵² SCIUTO-SPADA, 89, nt. 161.

l'art. 2351 e con la disciplina della nullità delle delibere assembleari

Resta da valutare, nell'ambito dei possibili vincoli di ordine pubblico all'autonomia statutaria, l'incidenza di una disciplina, quella dell'art. 2351 c.c., che sembra orientare l'interprete verso un canone di tendenziale tipicità delle forme di potenziamento e depotenziamento del diritto di voto dell'azionista (v. *supra*, nel primo capitolo, § 2).

Per vero, sulla base delle considerazioni svolte, nessuna violazione, diretta o indiretta, di un preteso principio di tipicità delle limitazioni statutarie al (o delle cause di sospensione del) diritto di voto degli azionisti pare potersi ravvisare a fondamento della clausola di indennizzo. La constatata dissociazione dell'informazione preassembleare dall'esercizio del voto, l'autonomia – cioè – dell'informazione dal momento di produzione di valori collettivi e la sua incidenza – piuttosto – sulla individuale *Dispositionsfreiheit* dell'azionista, conducono ad evitare accostamenti fuorvianti tra il tema in oggetto e i limiti al diritto di voto. Diversamente, si giudicherebbe la liceità di una clausola, che disciplina un profilo (dell'investimento di minoranza) *indifferente all'organizzazione*, sulla base di criteri normativi tratti da una disciplina *dell'organizzazione*, e segnatamente di quel suo momento di sviluppo tipico e indefettibile che è rappresentato dal voto in assemblea²⁵³.

Neppure poi è da imputarsi alla clausola la violazione del principio – espressamente sancito per il voto ma dalla sicura valenza generale – che non ammette l'attribuzione di diritti sociali subordinati al verificarsi di una condizione meramente potestativa²⁵⁴. Sul piano strutturale, la scelta di azionare la clausola è invero mediata da un elemento di carattere oggettivo, e cioè l'entità del possesso azionario: e se da un lato la quantità di azioni possedute è il risultato di una scelta discrezionale dell'azionista interessato (la scelta, appunto, di sottoscriverle o acquistarle), per altro verso la sua discrezionalità si manifesta esclusivamente «sul piano dell'apporto causale alla concretizzazione dell'evento, compiutamente

²⁵³ Come più volte si è rilevato, tutti quei modelli di analisi concepiti in funzione del soggetto(-azionista) e della disciplina delle sue prerogative interne al gruppo – tra i quali è da annoverarsi anche il modello fornito dall'art. 2351 c.c. – non si attagliano compiutamente alla clausola in esame. Essa concerne *solo strumentalmente* il profilo dell'attribuzione dei diritti: di quei diritti istituisce una modalità di disposizione funzionale ad una determinata articolazione dei poteri interni al procedimento deliberativo, individuando quell'entità di possesso azionario che consente ai titolari di diventare *maggioranza che quel procedimento* (limitatamente a certe materie) *dirige e coordina*.

²⁵⁴ Su questo profilo v. LA SALA, 72 ss., che giustifica il divieto dell'art. 2351, comma 2, c.c. alla luce dell'inderogabile competenza dell'assemblea nella determinazione del contenuto – prima – e nella modifica – poi – dei diritti di categoria.

preordinato attraverso la fissazione della soglia di rilevanza»²⁵⁵. È dunque da escludersi che la clausola istituisca, in favore di un azionista o di una coalizione di azionisti, il potere di determinare unilateralmente – in sostituzione dell’assemblea – il «completamento della fattispecie azionaria»²⁵⁶ dei soci di minoranza.

Osservata poi nella prospettiva degli azionisti che subiscono la scelta di concentrazione del procedimento assembleare, la vicenda non può comunque essere letta nei termini di una subordinazione del loro diritto di informazione a una condizione *risolutiva* meramente potestativa, se non al prezzo di lasciare del tutto in ombra la rilevanza organizzativa della clausola. La maggioranza non agisce mossa da un «capriccio»²⁵⁷. Si fa interprete dell’interesse comune, ancorché in difetto di alcuni presidi della collegialità: il che sembra da sé sufficiente a escludere l’origine meramente potestativa dell’evento che determina la semplificazione informativa.

In definitiva, la clausola non mette in discussione il voto, il suo significato organizzativo, il suo contributo oggettivo alla decisione. La limitazione incide al più sulla possibilità di un voto informato: ma si tratta di un profilo che, per le ragioni già dette, si colloca al di fuori dell’art. 2351 c.c., riguardando l’esercizio consapevole – da parte del singolo azionista – delle prerogative che gli spettano per la tutela attiva del suo investimento.

In quest’ottica è da escludersi anche la violazione della disciplina della nullità delle deliberazioni assembleari per omessa convocazione.

Non integra *difetto di convocazione* la semplice irregolarità dell’avviso: il quale giuridicamente non «manca» se solo proviene da un consigliere di amministrazione (o da un sindaco: v. art. 2379, comma 3, c.c.) e risulta «idoneo a consentire a coloro che hanno diritto di intervenire di essere preventivamente avvertiti della convocazione e della data dell’assemblea»²⁵⁸.

²⁵⁵ In questo senso, per affermare la riconducibilità della previsione statutaria del tetto di voto o del voto scalare (art. 2351, comma 3, c.c.) all’istituto della *categoria* e segnatamente alle azioni con diritto di voto condizionato, LA SALA, 79 s.

²⁵⁶ Il virgolettato in LA SALA, 74.

²⁵⁷ La tentazione di applicare le categorie di diritto negoziale alla vicenda in esame deve essere dunque contenuta o finanche del tutto evitata, atteso che la condizione contrattuale «ha ad oggetto le situazioni finali di un regolamento d’interessi esaustivo», mentre la limitazione del diritto all’informazione operante nella vicenda indagata scaturisce in definitiva da «situazioni strumentali – le determinazioni volitive dei soci – necessarie ad attuare un regolamento d’interessi per sua natura incompleto» (l’inciso è mutuato da LA SALA, 73).

²⁵⁸ D’altra parte si è convincentemente osservato (M. CENTONZE, *La delibera*, 332 s.) che l’intempestività dell’avviso e l’omessa indicazione del luogo dell’adunanza o dell’ordine del giorno non identificano ipotesi di *mananza della convocazione* (nel senso dell’art. 2379 c.c.); e che l’opposta opinione funzionalizza la fase di impulso del procedimento al solo profilo partecipativo, dimenticando che la convocazione è altresì «strumento di diffusione di notizie

Anche sotto questo profilo, sarebbe dunque errato trattare alla stessa stregua di un limite esterno un elemento – quello della necessaria convocazione di tutti gli azionisti – che incide invece sulla meritevolezza della clausola statutaria.

La disciplina della nullità delle deliberazioni per omessa convocazione non inficia la validità della clausola di indennizzo dell'informazione preassembleare: ne circoscrive l'applicazione e impone, per la salvezza del congegno statutario, l'osservanza di determinati limiti e cautele minime. In particolare, è sufficiente prevedere che un amministratore, sollecitato dalla maggioranza che intenda azionare la clausola, proceda alla convocazione irrituale di tutti gli azionisti (tramite posta elettronica certificata o altro mezzo individuato dallo statuto), fissando la riunione nel breve termine previsto (eventualmente anche il giorno successivo): dovendosi al più ipotizzare che l'ammissibilità della deviazione dal procedimento ordinario presupponga la contemporanea abilitazione statutaria di mezzi di partecipazione a distanza, che consentano all'azionista, ad onta del breve preavviso, di condividere la fase strettamente assembleare della decisione.

7. Indennizzo e riscatto nel sistema di valori delle società azionarie

La previsione di un indennizzo per l'eventuale sacrificio di diritti di informazione preassembleare non sembra a prima vista urtare contro il sistema del diritto azionario. Sembra anzi intercettare un ampio novero di disposizioni che circoscrivono gli spazi di *Bestandsschutz* dell'azionista minimo e che salvaguardano la stabilità delle operazioni societarie di maggiore rilevanza relegando al piano risarcitorio le anomalie del

circa l'attività assembleare» (M. CENTONZE, *La delibera*, 333, nt. 69). Sostenere (con ANGELICI, *Note in tema di procedimento*, 74) che la mancata osservanza di un intervallo temporale idoneo a consentire l'intervento degli interessati e l'omessa indicazione delle materie da trattare impediscano l'attuazione della funzione informativa dell'avviso significa circoscrivere la portata dell'informazione preassembleare al contributo oggettivo che la stessa può arrecare al procedimento, escludendo la possibilità (o comunque la rilevanza giuridica) di una sua autonoma *Schutzwirkung* per la ponderazione delle scelte che competono all'azionista *uti individuus*. Quanto detto non consente tuttavia di trarre conclusioni immediate in ordine alla clausola di indennizzo dell'informazione preassembleare. Una cosa è rilevare che la funzione informativa dell'avviso di convocazione può realizzarsi anche a prescindere dalla sua idoneità a consentire l'esercizio dei diritti di intervento e di voto (dunque anche se assolutamente intempestivo) e che su questa considerazione il legislatore ha fondato la distinzione tra deliberazioni nulle per difetto di convocazione e deliberazioni annullabili per irregolarità dell'avviso (M. CENTONZE, *La delibera*, 334, nt. 71). Altro sarebbe affermare che la maggioranza può – se facoltizzata dallo statuto – deliberare in difetto di una convocazione conforme alla legge e senza neppure consentire agli azionisti residui la partecipazione all'assemblea: una direzione, questa, che non pare percorribile per le ragioni che saranno dette *infra* nel testo.

procedimento e della deliberazione²⁵⁹.

Il ragionamento, invero, non è nuovo. Anche in ordine alle clausole di riscatto della partecipazione, già prima dell'introduzione dell'art. 2437-*sexies* c.c., la dottrina ne evidenziava la piena compatibilità con i valori del complesso normativo di riferimento²⁶⁰, rilevando l'inconsistenza di un preteso principio di intangibilità dello *status socii* e la costante soggezione dell'investimento della minoranza al potere di *Eingriff* della maggioranza²⁶¹.

In quest'ottica, la vicenda della recezione della clausola di riscatto presso gli interpreti conferma la centralità del giudizio di meritevolezza astratta di clausole atipiche. È tuttavia da osservarsi che le valutazioni sistematiche elaborate per legittimare il riscatto azionario non sarebbero sufficienti a dimostrare – oggi – la coerenza con il sistema della clausola di indennizzo di diritti informativi. Nessuna specifica indicazione concernente i diritti di informazione può trarsi dalle disposizioni e dai principi allora invocati: e, dal canto suo, una generica aderenza della clausola alla disciplina del tipo sarebbe inidonea a sorreggere il giudizio di compatibilità, da misurarsi invece sulla positiva e puntuale inerenza della previsione statutaria alle scelte di vertice operate dal legislatore societario in materia di informazione preassembleare²⁶².

Vano sarebbe poi affermare un rapporto di continenza tra la clausola di riscatto della partecipazione e la clausola di indennizzo di singoli diritti di partecipazione: e argomentare dalla maggiore estensione della prima la meritevolezza di tutela degli interessi protetti dalla seconda. Le due fattispecie incidono su momenti differenti del rapporto sociale. La clausola di riscatto disciplina il profilo del disinvestimento (seppur nelle forme di uno *zwangsweise Ausschluss*)²⁶³. La clausola di indennizzo dell'informazione

²⁵⁹ Per questi profili v. *supra*, capitolo primo, §§ 5 e 6, e capitolo secondo, § 7.

²⁶⁰ CALVOSA, *La clausola*, 64.

²⁶¹ In questo senso CALVOSA, *La clausola*, 175 ss., 220.

²⁶² D'altra parte neppure possono utilmente richiamarsi la disciplina che, in occasione di una fusione, consente un conguaglio monetario in sostituzione delle nuove azioni (art. 2501-*ter*, comma 1 n. 3, e comma 2, c.c.), o la legittimità di un'esclusione del diritto di opzione in forza di un preminente interesse della società (art. 2441, comma 5, c.c.): in tutte queste ipotesi l'ordinamento prevede la soddisfazione per equivalente monetario dell'«interesse all'influenza sulla gestione sociale» (così PREITE, *L'«abuso»*, 218); nel nostro caso si tratta, all'opposto, di verificare l'aderenza ai valori del diritto azionario di una soddisfazione per equivalente dell'interesse (dell'azionista) all'autodeterminazione nella *gestione individuale* del proprio investimento.

²⁶³ Essa «si sostanzia in un meccanismo di *impulso* alla circolazione delle azioni e non in una sua limitazione» (VITALI, 75). E v. già CALVOSA, *La clausola*, 116 s., ove il rilievo in base al quale il vincolo impresso sulle azioni dalla clausola statutaria di riscatto «risulta essere invero, per un verso, più ampio e, per altro verso, più ristretto» dei limiti alla circolazione previsti dall'attuale art. 2355-*bis* c.c.: più ristretto, perché il potere di disporre della partecipazione resta integro,

preassemblare disciplina per converso un profilo interno alla partecipazione: non è in questione la potestà del gruppo di porre termine all'operazione di investimento del singolo, il potere cioè di *liquidare coattivamente (senza tuttavia alterare) il valore attuale* della partecipazione di uno o più soci. Si discute, all'opposto, della potestà della maggioranza di alterare occasionalmente – pur in costanza del rapporto di partecipazione – il valore corporativo della singola posizione sociale.

Sembra allora evidente la differenza sul piano qualitativo tra le due clausole. L'una accorda al socio (che subisce il riscatto) l'intero valore della partecipazione: la perdita dei diritti corporativi è un semplice effetto secondario dell'effetto giuridico principale prodotto dall'attivazione della clausola²⁶⁴. L'altra legittima la maggioranza all'appropriazione (onerosa) di una frazione del valore corporativo delle partecipazioni esterne al controllo. Attraverso l'applicazione della clausola lo statuto giuridico della quota di minoranza non viene alterato *per il futuro*, ma solo parzialmente disapplicato in relazione ad uno specifico episodio deliberativo: con il risultato che una prerogativa ordinariamente spettante all'azionista viene tradotta in un valore monetario in funzione compensativa. A questo si aggiunge – come già detto – la necessità di una specifica considerazione della natura informativa del diritto oggetto di occasionale sacrificio: dovendosi dunque cercare al di fuori dell'art. 2437-*sexies* c.c. (e della elaborazione dottrinale che lo ha preceduto) la fonte di legittimazione della clausola in discorso.

8. (Segue) *Disciplina delle fusioni semplificate e giustificazione assiologica della clausola*

Un'indicazione significativa per l'indagine potrebbe provenire dalla disciplina dell'informazione che precede la delibera assembleare di fusione.

In presenza di un rapporto di controllo qualificato tra le società coinvolte nell'operazione di fusione, la disciplina societaria consente l'omissione di alcuni o di tutti gli adempimenti informativi previsti dagli artt. 2501-*quater* ss. c.c. Segnatamente, la semplificazione del procedimento

perlomeno fino al verificarsi della fattispecie che legittima (o rende doveroso) il riscatto; più ampio perché il riscatto prescinde da una qualsiasi determinazione dell'azionista riscattando avente ad oggetto la propria partecipazione (laddove una clausola di prelazione o di gradimento evidenziano la propria potestà limitativa solo in presenza di una determinazione di cessione a terzi della quota).

²⁶⁴ Ed è questa una conseguenza del *nesso di dipendenza-accessorietà unilaterale* intercorrente tra la previsione del potere di riscatto azionario e (il rapporto giuridico principale sul quale si innesta, ossia) il negozio di emissione delle azioni: in questo senso CALVOSA, *La clausola*, 155.

è ammessa in due ipotesi di fusione per incorporazione: (i) se l'incorporante dispone di una partecipazione totalitaria al capitale della società incorporanda; o (ii) se ne possiede almeno il novanta per cento delle azioni o quote. I presupposti e gli effetti della semplificazione non sono tuttavia gli stessi nell'una e nell'altra ipotesi.

Per l'incorporazione di società interamente controllata, l'art. 2505 c.c. dichiara inapplicabili le disposizioni che altrimenti prescrivono l'indicazione del rapporto di cambio nel progetto di fusione (oltreché le indicazioni previste dall'art. 2501-*ter*, comma 1, nn. 4 e 5, c.c.) e la pubblicazione delle relazioni previste dagli artt. 2501-*quinquies* e 2501-*sexies* c.c.

Di contro, se l'incorporante detiene almeno il novanta per cento (ma non la totalità) del capitale dell'incorporanda, in forza dell'art. 2505-*bis*, comma 1, c.c. – novellato con d. lgs. 123/2012 – «non si applicano le disposizioni degli articoli 2501-*quater*, 2501-*quinquies*, 2501-*sexies* e 2501-*septies*, qualora venga concesso agli altri soci della società incorporata il diritto di far acquistare le loro azioni o quote dalla società incorporante per un corrispettivo determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso»²⁶⁵.

Nel primo caso, lo snellimento dell'informazione preassembleare (o preconsiliare, se lo statuto opta per l'assegnazione all'organo amministrativo della competenza a deliberare la fusione: v. art. 2505, comma 2, c.c.) discende pianamente dalla superfluità del concambio in forza delle caratteristiche dell'operazione, consistente in un semplice «riassetto organizzativo di un'unica “impresa di gruppo”»²⁶⁶. D'altro canto, all'esito della fusione le azioni o quote possedute nell'incorporata sono destinate all'annullamento: e il capitale sociale dell'incorporante resta invariato, stante il divieto previsto dall'art. 2504-*ter* c.c. (e salva l'ipotesi di un suo aumento gratuito per effetto dell'imputazione di riserve dell'incorporante)²⁶⁷.

L'omissione delle informazioni relative al concambio è allora un elemento neutro sul versante dei rapporti sociali. E se questo è evidente dal lato dell'incorporanda, in cui neppure esiste una dialettica tra soci, vale anche per l'incorporante, atteso che nessun socio – neppure la minoranza che per ipotesi non concorre all'operazione o vi aderisce passivamente – riceverebbe alcun sostanziale vantaggio dalla relazione degli amministratori e dall'attestazione dell'esperto.

Nel complesso, dunque, la razionalizzazione del procedimento prevista

²⁶⁵ Sull'evoluzione della disciplina v. DEMURO, 435.

²⁶⁶ Il virgolettato in C. SANTAGATA, *Le fusioni*, 443.

²⁶⁷ E v. per tutti C. SANTAGATA, *Le fusioni*, 167, testo e nt. 128.

dall'art. 2505 c.c. non rappresenta una compressione dei diritti di informazione preassembleare dei soci ma piuttosto l'applicazione di un canone di congruenza (o non eccedenza) del mezzo (l'informazione) rispetto allo scopo (la protezione dell'individuale *Dispositionsfreiheit*). Tant'è che resta fermo l'obbligo di redigere la situazione patrimoniale delle due società: un adempimento, questo, che assume sì rilevanza anche nell'ambito dell'incorporazione di società soggetta a controllo totalitario, per l'espressione del voto, per l'eventuale ripristino della competenza assembleare (v. art. 2505, comma 3, c.c.), e in generale per l'esercizio di quei poteri di gestione attiva del proprio investimento – al limite la decisione stessa di disinvestire – spettanti alla minoranza o al singolo socio²⁶⁸.

Diversamente, nell'altra fattispecie l'esigenza di determinazione e di giustificazione del concambio è ben presente²⁶⁹.

Se il controllo dell'incorporante non è totalitario, il rapporto di cambio delle azioni o delle quote è necessariamente indicato nel progetto: e la circostanza che, a fronte di un controllo qualificato (almeno il novanta per cento del capitale), la documentazione successiva possa essere integralmente omessa verso la concessione ai soci di minoranza di un diritto di *sell-out* non può apparire la semplice conseguenza del carattere – per così dire – domestico dell'operazione, del suo svolgersi nell'ambito dei rapporti infragruppo²⁷⁰. Resta pur sempre il fatto che, in conseguenza della semplificazione, una parte della compagine sociale dell'incorporanda viene a subire la determinazione del rapporto di cambio in un contesto di assoluta estraneità al merito economico dell'operazione, potendo allora alternativamente risolversi per un'adesione non informata alle condizioni del progetto o per un disinvestimento a prezzo amministrato.

Nel perimetro dell'art. 2505-*bis* c.c. la semplificazione assume allora un'immediata rilevanza sul piano dei rapporti tra maggioranza e minoranza. Non costituisce un modo di essere della fusione derivato da

²⁶⁸ C. SANTAGATA, *Le fusioni*, 446. La neutralità della disciplina dell'art. 2505 c.c. è confermata dall'opinione – in effetti pacifica in dottrina – che ne estende l'applicazione a ogni altra ipotesi caratterizzata dall'indifferenza del concambio per l'operazione di fusione: così per la fusione in senso stretto (e non per incorporazione) tra due società una delle quali possiede l'intero capitale dell'altra; ma la stessa conclusione vale per le ipotesi di fusione inversa, ove è la società interamente posseduta a incorporare la controllante (il che solitamente accade se la prima è parte di rapporti contrattuali non trasmissibili o se è dotata di una struttura patrimoniale più complessa di quella della società controllante: C. SANTAGATA, *Le fusioni*, 169, nt. 133; SPOLIDORO, *Effetti*, 334). Sul punto, anche per ulteriori ipotesi, v. C. SANTAGATA, *Le fusioni*, 168 ss.

²⁶⁹ La differenza tra le due fattispecie è segnalata da C. SANTAGATA, *Le fusioni*, 166.

²⁷⁰ Un rilievo sostanzialmente analogo in CAVANNA, 511.

una fattispecie a sua volta semplificata. In quest'ipotesi, la semplificazione entra in gioco in un contesto strutturalmente *non semplice*, anzi doppiamente complesso: e perché la compagine sociale dell'incorporanda ha carattere plurale, e perché in questa compagine l'incorporante copre una posizione qualificata, quella della società controllante, dunque – fino a prova contraria – esercente la direzione e il coordinamento della controllata. La semplificazione non è un portato della fattispecie, ma il prodotto di una scelta ben precisa del legislatore societario, che contrappone due forze sociali (una determinata maggioranza di controllo e la minoranza esterna) e attribuisce all'una il potere di disporre di diritti di informazione che spettano all'altra.

La disciplina dell'art. 2505-*bis* c.c. appare significativa per l'indagine sotto diversi profili. Da essa possono trarsi, segnatamente, alcune conferme e alcune conclusioni di ordine sistematico.

Anzitutto, emerge anche in quest'ambito – pur con soluzioni peculiari – la stretta connessione tra informazione e disinvestimento.

Il prezzo imposto all'incorporante per l'omissione delle cautele informative previste dal procedimento ordinario è la soggezione a un'opzione *put* del socio di minoranza. Il disinvestimento, infatti, non rappresenta in quest'ipotesi una reazione della minoranza al merito di una decisione sociale o di una situazione di fatto implicanti (determinate) modifiche strutturali all'investimento programmato: è bensì la reazione a una distorsione del procedimento, la conseguenza della sua irritalità, che prescinde dall'eventuale valutazione di merito in ordine all'operazione e che anzi si giustifica per la stessa impossibilità di formularla²⁷¹. Al contempo, la disciplina dell'art. 2505-*bis* c.c. conferma che l'informazione preassembleare, nelle realtà societarie caratterizzate da una solida

²⁷¹ Se è vero che ordinariamente l'informazione sollecita una scelta sull'*an* dell'investimento (e in questo senso – si è detto – assume un valore metasociale), nell'ipotesi ora indagata quel bene – l'informazione – si scambia con la sicurezza del disinvestimento: il socio di minoranza, privato della possibilità di orientare consapevolmente la propria condotta (interna ed esterna alla società), se non decide di affidare le sorti del suo investimento a una strategia unilateralmente confezionata dalla maggioranza, consegue ciò che (comunque) ritrarrebbe dalla cessione a terzi della partecipazione (ma) con il vantaggio della certezza sull'acquirente e sul corrispettivo dell'alienazione. La fattispecie dell'art. 2505-*bis* c.c. incoraggia una ricostruzione del recesso quale «atto strutturalmente di disinvestimento» (FRIGENI, 145 ss.): l'esercizio dell'opzione di *sell-out* non rappresenta uno strumento di dialettica endosocietaria né la sanzione per il comportamento abusivo della maggioranza (FERRI jr-GUIZZI, 249); quell'opzione è in un certo senso parte – essa stessa – del progetto di fusione, che non a caso deve identificare il soggetto obbligato all'acquisto della partecipazione. L'esercizio del diritto è allora, e più semplicemente, atto di riappropriazione della ricchezza investita, risoluzione unilaterale del contratto di affidamento in gestione di quella ricchezza (l'espressione è tratta da E. BARCELLONA, *La separazione*, 203).

maggioranza di controllo, non rappresenta – o comunque potrebbe non rappresentare – uno strumento per l'esercizio consapevole del voto: non lo è per la maggioranza, che di quell'informazione non ha necessità stante il rapporto di contiguità con il consiglio di amministrazione (ciò che del resto spiega altresì il senso dell'art. 2505-*bis*, comma 2, c.c.: v. *infra*); non lo è per la minoranza, data l'irrilevanza del suo dissenso per l'esito deliberativo.

Nel complesso, la disciplina dell'art. 2505-*bis* c.c. rappresenta un terreno fertile per una concezione della *Mitgliedschaft* – e segnatamente della partecipazione esterna al controllo – quale *oggetto di un'attività di gestione*²⁷². La lacuna informativa prodotta dall'azione dell'organo amministrativo e, per suo tramite, dal socio di controllo, accentua la naturale tensione tra l'aleatorietà dell'investimento e l'estraneità dell'investitore alla gestione dei valori investiti²⁷³. L'eccesso di asimmetria informativa rende quella tensione non più sopportabile, imponendo allora l'applicazione di una misura alternativa per la protezione del socio dal *Bruch des Investmentskontraktes*.

In definitiva, l'art. 2505-*bis* c.c. scolpisce un modello di tutela surrogatoria (e puramente patrimoniale) del socio esterno al controllo e del suo diritto all'informazione preassembleare: un modello che sembra idealmente contrapporsi al diverso strumento, *di carattere reale*, che la stessa disposizione – al suo terzo comma – concede a una minoranza qualificata della società incorporante per l'attrazione in capo all'assemblea della competenza a deliberare fusioni semplificate, se statutariamente assegnata all'organo di gestione (v. comma 2)²⁷⁴.

La compresenza all'interno di una stessa disciplina di due diversi livelli di *Schutzrecht* assume un significato sistematico di indubbio rilievo. D'altra parte, sia lo snellimento della fase informativa preliminare che la

²⁷² Il tema è stato sviluppato *supra*, capitolo primo, § 6.

²⁷³ Uno spunto che sembra suffragare la chiave di lettura proposta si trova in FERRI *jr*, *Modificabilità*, 157 s., nt. 142, il quale, preso atto della pertinenza della fusione alla sfera della gestione (anche – ma non solo – sulla base dell'esclusivo potere degli amministratori di individuare la controparte dell'operazione), giustifica la competenza deliberativa dei soci «nella prospettiva, appunto extra-organizzativa, della gestione della partecipazione». La fattispecie descritta dall'art. 2505-*bis* c.c. si sostanzia dunque in una sottrazione alla minoranza esterna, da parte della maggioranza deliberante, di alcuni dei poteri di autotutela della partecipazione. Assumendo, in questo senso, un significato *metaorganizzativo* (o – secondo le parole di FERRI *jr*, *supra* in questa nota – «extraorganizzativo»).

²⁷⁴ Sul significato e sui limiti del trasferimento statutario di competenza all'interno del sistema dualistico v. C. SANTAGATA, *Le fusioni*, 444 s.; sull'interazione tra l'art. 2505, comma 3, c.c. e le peculiarità di disciplina della società a responsabilità limitata v. G. SCOGNAMIGLIO, *Le fusioni*, 901 s.

devoluzione statutaria agli amministratori della competenza a deliberare si giustificano per il carattere sostanzialmente gestorio della decisione di fusione (e scissione), che quasi inevitabilmente spinge il legislatore ad assecondare il decentramento dell'operazione dal canale assembleare²⁷⁵. Eppure, diversa nell'uno e nell'altro caso appare la risposta dell'ordinamento in termini di protezione della contraria istanza partecipativa delle minoranze: per la minoranza (qualificata: il cinque per cento almeno del capitale) dell'incorporante, se statutariamente privata del potere di partecipare alla decisione di fusione, esiste in ogni caso la possibilità di ripristinare l'ordinario assetto di competenze; nessuna tutela ripristinatoria spetta per converso al socio esterno dell'incorporanda a fronte della semplificazione informativa. Si potrebbe pure dire – per applicare le categorie utilizzate nel corso di quest'indagine – che una stessa disposizione, l'art. 2505-*bis* c.c., ha inteso contrapporre due distinti valori del procedimento assembleare: il valore organizzativo del decidere, per il quale ha previsto una tutela reale; e il valore metaorganizzativo dell'informazione, per il quale ha istituito una forma di tutela alternativa, surrogatoria, di carattere patrimoniale.

9. Il rapporto tra la disciplina delle operazioni straordinarie e il sistema azionario: Ausstrahlungswirkung e wirtschaftliche Umwandlungen

La clausola di indennizzo dei diritti di informazione preassembleare sembra trovare nella disciplina delle fusioni semplificate il suo punto di raccordo con i valori dell'ordinamento azionario. È tuttavia da verificare se possano costituire ostacolo all'affermazione della meritevolezza (astratta) della clausola: *a)* la collocazione dell'art. 2505-*bis* c.c. al di fuori del nucleo di disciplina specificamente destinato alle società per azioni; *b)* la circostanza che, in quella disposizione, la semplificazione informativa venga scambiata dalla maggioranza con l'acquisto della partecipazione della minoranza (che esercita il *sell-out*) e non con il controvalore del diritto occasionalmente pregiudicato.

Il primo profilo concerne il rapporto tra il diritto delle s.p.a. e il diritto delle operazioni straordinarie: un tema, questo, al quale gli studiosi tedeschi – più di altri – hanno dedicato specifica attenzione.

²⁷⁵ Questo elemento, se adeguatamente valorizzato, potrebbe condurre ad ammettere – ad onta della diffusa convinzione della eccezionalità dell'art. 2505, comma 2, c.c. – la devoluzione statutaria all'organo amministrativo della competenza a deliberare una fusione per incorporazione tra due società azionarie interamente possedute da una stessa controllante o partecipate dalla medesima compagine sociale: ma, per una posizione più cauta sul punto, v. G. SCOGNAMIGLIO, *Le fusioni*, 908 s.

In Germania, una parte minoritaria della dottrina esclude la possibilità di un *Wertungstransfer* dall'*Umwandlungsgesetz* alla disciplina azionaria. In questo senso, si osserva che l'*AktG* contiene una serie di rinvii espressi alla legge sulle operazioni straordinarie, dovendosi allora assumere – già solo per questo – che il legislatore societario, *ubi non dixit, noluit*. Decisiva sarebbe poi, a detta di quest'opinione, la tassatività delle *Umwandlungsformen* sancita dal medesimo § 1, Abs.2, *UmwG*²⁷⁶.

All'opposto, secondo l'orientamento della dottrina prevalente, la disposizione di apertura della legge sulle operazioni straordinarie non avrebbe – né potrebbe avere – l'effetto di precludere l'utilizzo dell'argomento teleologico, «unverzichtbares Mittel der Systemgerechtigkeit»²⁷⁷. L'idea di una *überschießende Exklusivität* dell'*UmwG* – è stato detto – apparirebbe non agevolmente giustificabile («eine Rarität») sul piano del metodo: abdicare all'opera di integrazione della disciplina azionaria per mezzo di una disciplina speciale potrebbe dar luogo a incongruenze e aporie interne al sistema societario, con trattamenti (irragionevolmente) differenziati per le minoranze azionarie a seconda che l'operazione ricada nel perimetro formale dell'*UmwG* o sia ad esso estranea, per quanto idonea a produrre effetti del tutto analoghi (tanto da meritare la qualificazione di *wirtschaftliche Umwandlung*)²⁷⁸.

Lo strumento impiegato dalla dottrina per l'eterointegrazione del diritto

²⁷⁶ Così in particolare SCHNORBUS, 116 ss., 130 s., 172 s., che valorizza altresì la mancata riproduzione, nel testo finale dell'*UmwG*, delle disposizioni contenute nel disegno originario (§§ 251, 252 DiskE *UmwG*) legittimanti una penetrante *Ausstrahlungswirkung* verso forme atipiche di *Verschmelzung*, *Spaltung* e *Ausgliederung*. Per una posizione di tendenziale (ma non totale) chiusura rispetto al *Wertungstransfer* tra *UmwG* e *AktG* v. ZÖLLNER, 439 s.

²⁷⁷ L'espressione è di KLÖHN, 69.

²⁷⁸ Si veda in proposito VEIL, 367 s., che estende la previsione di una maggioranza qualificata (quella dei tre quarti) per le delibere di scorporo disciplinate dall'*UmwG* a fattispecie di *Ausgliederung durch Singularsukzession*, atteso che «[d]ie Auswirkung der Ausgliederung auf die Mitgliedschaft der Anteilsinhaber ist [...] nicht verschieden, weil Aktiva und Passiva uno actu oder aber durch eine Vielzahl von Übertragungsakten übergehen» (*ivi*, 368). Tra gli altri v. JOOST, 181 s.; TIMM, *Einige*, 249 s., ove il rilievo per il quale le *Umwandlungsformen* sono pur sempre parte del sistema generale del diritto societario; WIEDEMANN, *Minderheitsrechte*, 865 ss., ove si osserva che il § 1 Abs. 2 *UmwG* vale solo a impedire «eine analoge Anwendung seiner Regelungen zur Gesamtrechtsnachfolge oder zum Rechtsformwechsel», non invece «die Aus- und Weiterbildung gesamtgesellschaftsrechtlicher Institutionen» (tra queste, i doveri informativi dell'organo di gestione, la competenza deliberativa dell'assemblea, il diritto di recesso del socio: *ivi*, 865). D'altra parte, come già è stato anticipato e come meglio si verificherà all'esito del paragrafo, il senso stesso del nostro metodo di analisi è tutto racchiuso in questa contrapposizione tra *Regelungen* e *Institutionen*: il *Wertungstransfer* al quale si è fatto e si farà riferimento è strumento di circolazione di *Institutionen* (o di «institutionellen Denkmustern des Gesellschaftsrechts»: *ibidem*), anche quando preclusa o non affatto scontata può apparire la trasposizione di *Regelungen*.

delle s.p.a. è l'*Ausstrahlungswirkung*: la parola evoca l'effetto di irraggiamento che una determinata disciplina esercita su un'altra attraverso la mediazione dell'interprete.

L'*Ausstrahlungswirkung* unisce in sé elementi tratti ora dall'argomentazione analogica, ora dall'interpretazione teleologica e sistematica²⁷⁹: definita dagli studiosi tedeschi un «concetto cangiante»²⁸⁰ ove non una allegoria («eine bildhafte Umschreibung»)²⁸¹, si risolve assai spesso in un giudizio di valore, che assegna preliminarmente carattere paradigmatico a un determinato modello di tutela e procede, di conseguenza, alla verifica della sua compatibilità con la disciplina «irraggiata». Si tratta di un'operazione concettuale che ha una forte (e inevitabile) carica ideologica: il che è ancora più evidente per quella parte della dottrina che suggerisce un impiego *selettivo* e *unidirezionale* dell'*Ausstrahlungswirkung*, estendendo alle «operazioni straordinarie in senso economico» le sole disposizioni dell'*UmwG* che hanno l'effetto di circoscrivere gli spazi di tutela delle minoranze (cc.dd. *minderbeitsschutzbegrenzende Wertungen*): il tutto, sul presupposto che la legge speciale esprima un elevato livello di protezione dell'azionariato esterno al controllo, assumendo così quel *Vorbilcharakter* necessario ad imprimere (quantomeno) alle sue disposizioni ablativo una sicura forza espansiva in direzione della disciplina azionaria²⁸².

L'alternativa tra *Ausstrahlungswirkung* e *überschießende Exklusivität* del diritto delle operazioni straordinarie è sostanzialmente estranea alla *Methodenlehre* italiana: anche in virtù della sua collocazione – all'interno della disciplina societaria comune e a valle della disciplina dei tipi capitalistici – il nucleo di disposizioni dedicato alle operazioni di fusione e scissione non rappresenta nella percezione degli interpreti un'autonoma *Teilrechtsordnung* portatrice di valori propri. Sembra invece prevalere una chiave di lettura funzionale, che riconduce fusioni e scissioni nell'alveo della gestione strategica dell'impresa²⁸³: e che, in quest'ottica, giustifica

²⁷⁹ È quanto emerge dalle considerazioni di KLÖHN, 62 ss., il quale peraltro, rilevata la natura ibrida della figura, ne afferma la superfluità sul piano del metodo (*rechtsmethodisch*). D'altra parte – aggiunge l'A. – «[e]s geht immer nur darum, Grundsätze des Gesellschaftsrechts herauszuarbeiten und diese Grundsätze durch Auslegung und Rechtsfortbildung des Gesellschaftsrechts zu verwirklichen» (*ivi*, 63).

²⁸⁰ Di *schillernder Begriff* parla KLÖHN, 73.

²⁸¹ Così ancora WIEDEMANN, *Minderheitsrechte*, 865.

²⁸² È la tesi di KLÖHN, 74, secondo il quale, «[w]enn selbst das UmwGdem Minderheitenschutz gewisse Grenzen zieht, sollten diese Grenzen grundsätzlich auch für das Aktienrecht verbindlich sein».

²⁸³ In questo senso v. già FERRI jr, *Modificabilità*, 157. E d'altro canto non è senza significato il fatto che la redazione del progetto di fusione (o scissione) rientri, al pari dell'aumento del

un'ampia serie di peculiarità di disciplina, dal superamento del criterio unanimitario per le fusioni e scissioni di società personali²⁸⁴ alla mancata attribuzione del diritto di recesso all'azionista dissenziente, dall'irrelevanza (sul piano reale) dei vizi di procedimento dopo l'iscrizione dell'atto nel registro delle imprese alle opzioni semplificate degli artt. 2505 e 2505-*bis* c.c.²⁸⁵.

D'altra parte, anche la disciplina delle fusioni e delle scissioni attua gli stessi valori della *Teilrechtsordnung* azionaria nel contesto specifico di operazioni che, nonostante la competenza assembleare, sono – appunto – da iscriversi nell'area della gestione dell'impresa: operazioni che non costituiscono espressione di un potere di indirizzo o di monitoraggio dell'assemblea e che presentano invece un nesso di strumentalità forte con l'attività, con il merito delle scelte di investimento e con la pianificazione finanziaria²⁸⁶. Le fusioni e le scissioni non si collocano su un piano di

capitale (o dell'emissione di obbligazioni convertibili) per delega, tra le materie di necessaria competenza del collegio ai sensi dell'art. 2381, comma 4, c.c.: v. BARACHINI, *La gestione*, 123, che parla in proposito di «alta amministrazione». La prevalenza dei profili gestori è segnalata, tra i molti, da PERRINO, 1961 s., e da GENOVESE, 40 s.; e implicitamente emerge dalla considerazione dello stretto legame tra le operazioni di fusione e scissione e le decisioni in materia di finanziamento dell'impresa (v. FERRI jr-GUIZZI, 235 s.). Osservazioni più caute in LUCARELLI, 324 s., testo e nt. 10.

²⁸⁴ Da questo punto di vista, non sembra senza significato il fatto che la decisione di fusione o scissione di una società di persone venga sempre adottata, in difetto di una diversa previsione statutaria, a maggioranza (per quote di partecipazione negli utili), mentre la decisione di trasformazione appare disciplinata con soluzione differente a seconda che il tipo societario di approdo sia un tipo personalistico (e allora la regola residuale è l'unanimità) o capitalistico (e allora il criterio legale è, ai sensi dell'art. 2500-*ter* c.c., la maggioranza per quote di interesse). La singolarità di questa «asimmetria» è evidenziata da PISANI, *La società*, 115, ma forse può trovare spiegazione nella più intensa caratterizzazione gestoria delle (e, parallelamente, nel maggior *favor* accordato dal legislatore alle) operazioni di fusione e scissione rispetto alla decisione di trasformazione: la quale, diversamente dalle prime due, non implica in alcun caso «circolazione di ricchezza né sostituzione nell'iniziativa», nel potere cioè di disporre «dei mezzi organizzati» (i virgolettati in SPADA, *Diritto*, 170; uno spunto in questo senso anche in K. SCHMIDT, *Gesetzliche*, 605 s.). Per questa spiegazione v. già PERRINO, 1961, che coglie nella suddetta regola in tema di società di persone la conferma di «una sempre più diffusa rilevazione: l'essere, cioè, la fusione un procedimento tendenzialmente sbilanciato sul ruolo degli amministratori, e sulla relativa componente gestoria; [...] momento più attuativo e semmai evolutivo, che modificativo, dell'originario programma sociale».

²⁸⁵ E v. ancora C. SANTAGATA, *Le fusioni*, 116, nt. 3, il quale, invocando gli artt. 2505 e 2505-*bis* c.c., segnala la progressiva erosione dei poteri dell'assemblea in materia di fusione e implicitamente – dunque – la necessità di non sopravvalutare sul piano ermeneutico il dato formale della competenza: similmente, per la scissione, PALMIERI, *Scissione*, 122 s., nt. 6. E non è forse un caso che la dottrina tedesca avverta l'esigenza di giustificare la regola di competenza assembleare per le *Umwandlungsformen*, evidenziandone la genesi storica nella dottrina *Holz Müller*: cfr. JOOST, 179; e per una prospettiva di ordine più generale v. DIETZ, 293 ss.

²⁸⁶ Sotto questo profilo, appare significativo che, già prima della riforma del 2003, una parte

rilevanza diverso da quello relativo a operazioni di gestione straordinaria dell'impresa disciplinate all'interno del nucleo normativo sulle s.p.a., come – in particolare – l'aumento di capitale sociale²⁸⁷. In entrambi gli articolati normativi esistono infatti peculiarità che appaiono espressive di una sicura comunanza di valori.

In questa prospettiva:

(i) la non spettanza del diritto di recesso all'azionista che non concorre all'adozione della delibera di fusione o scissione è assolutamente coerente con le caratteristiche dell'operazione deliberata: d'altro canto neppure una delibera di aumento del capitale con esclusione del diritto di preferenza – operazione anch'essa di gestione strategica dell'impresa – attribuisce all'azionista il diritto di recesso (diversamente da quanto previsto oggi per la società a responsabilità limitata e per la stessa società anonima dal previgente codice di commercio)²⁸⁸;

(ii) l'intangibilità di fusioni e scissioni (artt. 2504-*quater* e 2506-*ter*, comma 5, c.c.) si pone in linea con la disciplina di maggiore protezione della stabilità della delibera di aumento del capitale ai sensi dell'art. 2379-*ter* c.c.²⁸⁹ (norma che d'altra parte è pacificamente applicabile anche se la

della dottrina (PAVONE LA ROSA, *Le attribuzioni*, 1 ss., 8 s.) individuasse la *ratio* della competenza assembleare in ordine ad operazioni di gestione (v. art. 2410 c.c., nella versione previgente, per quel che riguarda l'emissione di obbligazioni) nell'incidenza giuridica di quelle operazioni su poste di bilancio *direttamente condizionanti* la facoltà dell'assemblea di modificare il capitale (v. art. 2413 c.c.): derivando, in altre parole, una competenza da un'altra competenza, e non dall'afferenza oggettiva, qualitativa, alla funzione. In questo modo, tra le altre cose, l'A. giustificava la competenza dell'assemblea a decidere l'emissione di cambiali finanziarie, diversamente da altra parte della dottrina che proponeva una lettura della disciplina fondata sul dato oggettivo della funzione: oggi, probabilmente, la sola possibile, data l'«erosione» della competenza assembleare – soprattutto in materia di gestione – operata dal d. lgs. 6/2003 (e v. per tutti PORTALE, *Rapporti*, 22, ove pure un tentativo di giustificare l'esistenza di poteri gestori non scritti dell'assemblea).

²⁸⁷ La rilevanza essenzialmente gestoria della decisione di aumento del capitale è evidenziata da SPERANZIN, *Questioni*, 898 s., testo e nt. 54, che su queste basi giustifica – nella società a responsabilità limitata – la legittimità di un trasferimento *sostitutivo* della competenza a deliberare aumenti di capitale (oltreché l'assegnazione del medesimo potere deliberativo al singolo socio *a titolo di diritto particolare*).

²⁸⁸ Su questo aspetto, anche per considerazioni di ordine storico, v. ABU AWWAD, *Il diritto*, 59 s. Sui diversi modelli di tutela del socio negli aumenti di capitale a seconda dell'apertura della società al mercato, e sulla rilevanza tipologica del *Quotenerhalt* nella società a responsabilità limitata, v. SPERANZIN, *Diritto*, 23 ss., 27.

²⁸⁹ Prima della riforma del 2003 e dell'introduzione dell'art. 2379-*ter* c.c., si era osservato in proposito che la preclusione posta dall'art. 2504-*quater* c.c. non avrebbe potuto spiegarsi esclusivamente in termini di tutela della stabilità di atti aventi rilievo organizzativo e del correlativo affidamento dei terzi: se questo fosse stato l'obiettivo del legislatore, sarebbe stato sufficiente – si disse – replicare anche in materia di fusione e scissione la regola, dettata per le deliberazioni assembleari non conformi (oggi art. 2377, comma 7, c.c., richiamato per le

delibera è adottata per delega dal consiglio di amministrazione, costituendo il valore della stabilità un portato dell'operazione e non della regola di competenza²⁹⁰);

(iii) la disciplina delle fusioni semplificate istituisce un congegno funzionalmente analogo alla delega all'organo amministrativo della delibera di aumento del capitale: il che è evidente, ove solo si consideri che l'omissione della documentazione preparatoria produce un effetto di sostanziale decentramento dell'operazione dall'assemblea (intesa quale luogo di partecipazione e di informazione) e la polarizzazione dell'intero procedimento deliberativo sul binomio amministratori-maggioranza di controllo²⁹¹.

Accogliendosi queste premesse, non sembrano presentarsi ostacoli di ordine sistematico alla giustificazione di un *Wertungstransfer* che muova dalla disciplina delle fusioni e scissioni azionarie in direzione di altre operazioni di gestione strategica dell'impresa (sul punto v. *infra*, § 12). D'altra parte, il *Wertungstransfer* rappresenta un metodo assai duttile, che può trovare applicazione almeno in due contesti: non solo per interpretare (analogicamente o estensivamente) singole disposizioni, ma anche per individuare un corpo di valori che costituisca l'unità di misura del giudizio di compatibilità di una clausola statutaria atipica.

Certo quest'ultima operazione non integra – tecnicamente – una forma di *Ausstrahlungswirkung*: non si assiste, infatti, a una disposizione che transita da un segmento all'altro di una stessa disciplina (o – come nel caso dei rapporti tra *Aktienrecht* e *Umwandlungsrecht* – da una disciplina all'altra) ma a una previsione statutaria che accede al nucleo dei valori del tipo.

delibere nulle dall'attuale art. 2379, comma 4, c.c.), che faceva (e fa) salvi i diritti acquistati dai terzi in buona fede (GENOVESE, 136 ss.). Alla base di quella preclusione, piuttosto, si sarebbe dovuto individuare il «*favor* dell'ordinamento per operazioni di concentrazione (GENOVESE, 141), «giustificato dai vantaggi competitivi e dalle economie di scala» (C. SANTAGATA, *Le fusioni*, 607). Con la riforma, l'art. 2379-ter c.c. sembra aver avvicinato ancora di più le delibere di fusione e scissione ad altre delibere afferenti all'area della gestione strategica dell'impresa: in entrambi i casi l'ordinamento non pone un problema di buona fede dei soggetti che partecipano degli effetti giuridici dell'operazione; «il bisogno di protezione [...] non tanto guarda alle esigenze individuali dei protagonisti della vicenda, nel qual caso sarebbe logico interrogarsi sulla loro concreta 'meritevolezza', quanto a quelle, appunto oggettive, dell'operazione medesima» (così ANGELICI, *La società per azioni. Principi*, 328, nt. 100).

²⁹⁰ In questo senso, tra i molti, PISANI MASSAMORMILE, 558 ss.; PINTO *Funzione*, 139, testo e nt. 80; CERRATO, 506; IRRERA, 1139.

²⁹¹ Evidenzia una siffatta continuità tra i centri di potere effettivo di società per azioni chiuse P. MARCHETTI, *Il potere*, 470, secondo il quale la delegabilità agli amministratori di un aumento di capitale con esclusione dell'opzione segna «l'attribuzione ad essi – ma, evidentemente ai soci di controllo, loro mandanti in un sistema tuttora complessivamente non ad azionariato diffuso – di poteri oggettivamente idonei ad interferire sugli assetti proprietari».

Eppure ciò non toglie l'utilità dello strumento del *Wertungstransfer* nell'ambito di questa indagine.

L'innesto di un determinato modello di tutela dal nucleo di disciplina delle operazioni straordinarie sul terreno del diritto azionario sembra anzi ricevere una più pregnante e puntuale giustificazione. In definitiva, da un punto di vista strutturale, la clausola di indennizzo dell'informazione preassembleare veicola una *Wertung* da uno spazio all'altro dell'unitaria disciplina del tipo azionario; e si dimostra meritevole di tutela nella misura in cui quella disciplina appaia idonea a includere nel suo perimetro lo specifico *Schutzbild* dettato dall'art. 2505-*bis* c.c.

10. La compatibilità dello strumento indennitario: il *Wertungstransfer* dalla disciplina dell'attività di direzione e coordinamento

La clausola di indennizzo dell'informazione preassembleare neppure sembra incontrare ostacoli nella previsione del diritto di *sell-out* a tutela della minoranza esterna al controllo per l'ipotesi di omissione dell'istruttoria preassembleare *ex art. 2505-bis*, comma 1, c.c.

In effetti il *Wertungstransfer* non soltanto soddisfa un'esigenza di equilibrio del sistema attraverso l'estensione di una stessa disposizione a fattispecie contigue²⁹². È anche strumento di costruzione di regole convenzionali, con cui «agganciare» (*anknüpfen*) la previsione statutaria atipica a un certo nucleo di valori fondanti la disciplina del tipo²⁹³.

²⁹² Costituisce, in definitiva, applicazione della tecnica del *Wertungstransfer* il ragionamento sviluppato da CALVOSA, *La clausola*, 147 ss., la quale, enucleata una serie di principi a valenza transtipica, comuni alle varie figure di riscatto, procedeva alla verifica della idoneità di quei principi ad *irraggiare* un regolamento di interessi atipico quale la clausola (allora controversa) di riscatto azionario (*ivi*, 152 ss.): così, in particolare, per l'estensione della regola dell'opponibilità ai terzi acquirenti, espressamente prevista per la vendita con patto di riscatto e per il retratto successorio e giudicata compatibile con il diritto azionario in forza della naturale efficacia *reale* di una clausola statutaria (*ivi*, 161 s.).

²⁹³ La metafora della *Anknüpfung* è utilizzata da MÜLBERT, *Aktiengesellschaft*, 394, ove tuttavia è la norma ad «agganciarsi» al *Tatbestand* (da essa non espressamente disciplinato) all'esito di un giudizio di corrispondenza – tra norma e fattispecie atipica – *in den maßgeblichen Gesichtspunkten* (KLÖHN, 72). La differenza tra i due punti di vista, quello (dell'interpretazione teleologica o più spesso) dell'applicazione analogica di determinate disposizioni e quello della delimitazione del *Gestaltungsspielraum* dell'autonomia statutaria, non esclude – lo si è visto nel testo – la possibilità di avvalersi per quest'ultima operazione dello strumentario concettuale elaborato per l'altra (uno spunto in questo senso in CARELLO, *Sistema*, 440 s.): del resto, stabilire se la disciplina pattizia possa veicolare una data soluzione normativa estendendola a fattispecie ulteriori e diverse non significa altro che interrogarsi sulla capacità di quella soluzione normativa di intercettare (ovvero «agganciare»: *anknüpfen*) il nucleo dei valori fondanti la fattispecie di approdo.

In questa seconda accezione funzionale, la disposizione normativa che esprime l'esistenza di un valore e che fonda l'operazione di trasferimento di un certo *Schutzbild* oltre il suo perimetro applicativo non ha per ciò stesso anche il potere di vincolare l'autonomia statutaria in ordine alla scelta del mezzo: fermo restando che il diverso mezzo scelto dalle parti dovrà pur sempre dimostrarsi coerente con la fattispecie e con la direzione del giudizio di meritevolezza astratta.

In questa prospettiva, la clausola oggetto di indagine promuove uno specifico valore che all'interno del tipo azionario si manifesta per il tramite della disciplina delle fusioni e delle scissioni, e che si traduce nel potere della maggioranza di sacrificare l'informazione preassembleare: (i) per operazioni dalla forte caratterizzazione gestoria; (ii) in società possedute e dirette da uno stabile nucleo di controllo; e (iii) in cambio di una tutela patrimoniale degli azionisti esterni. L'estensione della *Wertung* espressa dall'art. 2505-*bis* c.c. lascia però impregiudicata l'elezione di uno strumento di tutela alternativo al disinvestimento integrale: con la conseguenza che dovrà essere vagliata autonomamente la possibilità per lo statuto di recepire una diversa tecnica di protezione dell'azionariato esterno che, isolata l'informazione preassembleare dal contenuto della partecipazione sociale, attribuisca all'indennizzo della corrispondente *Dispositionsfreiheit* il ruolo di moderatore tra le contrapposte istanze della maggioranza deliberante e della minoranza pretermessa²⁹⁴.

²⁹⁴ Un elemento di necessaria continuità con la disciplina dell'art. 2505-*bis* c.c. è costituito – piuttosto – dall'individuazione del soggetto passivo dell'obbligazione indennitaria. Nel contesto dell'art. 2505-*bis* c.c. il soggetto obbligato all'acquisto della quota (dalla minoranza che esercita l'opzione *put*) è lo stesso socio – persona fisica o giuridica – che possiede più del novanta per cento del capitale della società incorporanda (CAVANNA, 511, nt. 415). Analogamente, la disciplina statutaria in questione obbliga al pagamento dell'indennizzo il socio o la coalizione di controllo che votano a favore della delibera pur in assenza di un'informazione preassembleare conforme alle prescrizioni legali. D'altra parte sembra difficile sostenere in termini assoluti la compatibilità con il diritto azionario di una diversa articolazione statutaria della clausola, che sulla falsariga dell'art. 2437-*quater* c.c. ponga a carico del patrimonio sociale l'indennizzo dovuto alla minoranza, introducendo in sostanza un'ipotesi convenzionale di recesso per difetto di informazione nel procedimento assembleare.

Vero è che la tendenziale libertà degli statuti di società per azioni chiuse di dar vita a ipotesi extralegali di disinvestimento della partecipazione (v. art. 2437, comma 4, c.c.) potrebbe a prima vista deporre a favore di soluzioni statutarie che facciano gravare sulla società la prestazione indennitaria, certamente meno onerosa del rimborso del valore integrale della quota. Eppure la legittimazione di cause statutarie di recesso in società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio è un dato che non dev'essere sopravvalutato nell'ottica della presente indagine. Il dato è indicativo di un allentamento dei vincoli imperativi per tutte quelle società che non coinvolgono direttamente il pubblico risparmio (e in questo senso è già stato valorizzato in sede di impostazione della ricerca): ma, se si accetta l'idea per cui la meritevolezza di una previsione statutaria atipica sta essenzialmente nella positiva e specifica aderenza della

Già si è detto che la disciplina delle società per azioni costruisce la tutela delle minoranze da invalidità dei processi deliberativi intorno all'alternativa tra impugnazione della delibera non conforme (alla legge o all'atto costitutivo) e risarcimento del danno da non conformità. E che il risarcimento previsto da quella disciplina non è sovrapponibile a un indennizzo, dato che non costituisce la semplice contropartita del difetto di conformità e della sottrazione dell'*Anfechtungsrecht* all'azionista minimo ma presuppone un deterioramento effettivo del valore dell'investimento. Al contrario, i criteri (da prevedersi statutariamente) per la quantificazione dell'indennizzo dei diritti di informazione preassembleare non conferiscono rilievo al lucro cessante o comunque a componenti soggettive della partecipazione; né d'altra parte presuppongono la produzione di un effettivo pregiudizio. Detti criteri, nella prospettiva di superare le incertezze collegate all'azione di risarcimento del danno

clausola ai valori della disciplina del tipo, è inevitabile constatare che le ipotesi legali di recesso si giustificano tutte in base a un certo contenuto della deliberazione assembleare o a un fatto suscettibile di incidere sui profili di rischio dell'investimento (o – ancora – in forza della durata indeterminata del vincolo sociale), mai sulla base della non conformità alla legge di una data deliberazione, che provoca invece la sua inidoneità a vincolare tutti i soci (salvi – poi – i meccanismi di stabilizzazione della delibera e le preclusioni correlate al difetto di legittimazione ad impugnare). L'irritualità del procedimento, trovando sanzione nella disciplina dell'impugnazione delle deliberazioni assembleari, non sembra allora potersi elevare – neppure in forza di una scelta statutaria operata da società che non fanno ricorso al mercato del capitale – a presupposto autonomo del diritto di recesso del socio che non concorre all'adozione della delibera non conforme: con la conseguenza che la previsione di un indennizzo (del singolo diritto di partecipazione occasionalmente pregiudicato) a carico della società difetterebbe di quell'aggancio sistematico che pare necessario per (l'*Anknüpfung* al tipo e dunque per) rendere l'interesse delle parti meritevole di tutela.

Al più si potrebbe osservare che una distrazione di valori dal patrimonio collettivo ha pur sempre luogo quando la deliberazione invalida è contestata con successo da un azionista non legittimato a domandare l'annullamento ma titolare di un diritto al risarcimento del danno (in quanto possessore di una quota di partecipazione al capitale inferiore alla soglia prevista dall'art. 2377, comma 3, c.c.). Sulla base di questo rilievo, si può forse ipotizzare una soluzione diretta a far gravare l'indennizzo sul patrimonio sociale nei soli limiti in cui la minoranza pretermessa non rappresenti più del cinque per cento del capitale con diritto di voto. Ma si tratta di una variante che in ogni caso sembra snaturare il senso della clausola prospettata.

La clausola, del resto, non riguarda il rapporto tra la società e la minoranza pretermessa: rapporto che – lo si ripete – trova sanzione nella disciplina dell'impugnazione delle deliberazioni non conformi e nell'eventuale sanzione sostitutiva del risarcimento del danno. Parti del rapporto sono una determinata maggioranza e la corrispondente minoranza: e oggetto della clausola non è la stima preventiva di un danno (che infatti ben potrebbe mancare in conseguenza della semplificazione delle cautele informative) ma l'alienazione onerosa di una frazione dell'individuale *Dispositionsfreiheit* del singolo azionista. Con la conseguenza che la clausola di indennizzo dell'informazione preassembleare non sembra poter prescindere dall'imputazione del debito a quello stesso soggetto (o – in solido – a quella pluralità di soci) che in concreto esercita il potere di semplificazione informativa.

(sostitutiva o complementare all'impugnazione), rappresentano piuttosto una stima forfettaria di quella frazione dell'individuale *Dispositionsfreiheit* che corrisponde all'informazione prescritta per la preparazione del singolo episodio deliberativo.

Ad assegnare un'autonomia e specifica rilevanza all'indennizzo quale prezzo per l'esercizio lecito di un potere, dunque quale modalità di regolazione *anche preventiva* dei rapporti tra maggioranza e minoranza, è invece la disciplina della responsabilità da direzione e coordinamento di società, che esclude la sussistenza di un danno risarcibile se il risultato dell'ingerenza della capogruppo nella gestione delle controllate appare per queste *complessivamente* neutro o finanche positivo²⁹⁵.

L'art. 2497, comma 1, c.c. evoca in proposito una valutazione di sintesi, una considerazione d'insieme dell'attività di eterodirezione. Si intende dire che il singolo pregiudizio potrebbe giustificarsi per la sua strumentalità a un più ampio disegno di governo del gruppo avente un'incidenza non negativa sull'interesse della minoranza alla conservazione della redditività e del valore del proprio investimento; o ancora potrebbe essere annullato da una specifica operazione di segno contrario anch'essa ascrivibile – al pari della direttiva pregiudizievole – alla politica di coordinamento della *holding*.

Il significato della disposizione sta in ciò, che la società madre può impiegare, tra gli strumenti di pianificazione dell'attività di gruppo e di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle controllate, la compensazione tra svantaggi e vantaggi da eterodirezione²⁹⁶. Il decentramento del valore corporativo dell'investimento della minoranza non potrebbe essere più evidente: per effetto dell'esimente prevista dall'art. 2497 comma 1, c.c., il socio di controllo può *organizzare* i suoi rapporti con le partecipazioni residue secondo forme che istituzionalizzano un parziale sacrificio dell'autonomia di gestione della società eterodiretta, stabilendo altresì preventivamente il costo di quel sacrificio e le modalità e i tempi della prestazione compensativa²⁹⁷. In

²⁹⁵ Sul punto v. CARIELLO, *La "compensazione"*, 387, che associa la prima parte del secondo periodo dell'art. 2497, comma 1, c.c. alla compensazione civilistica, e assegna invece natura indennitaria alle specifiche operazioni dirette ad eliminare il danno.

²⁹⁶ Uno strumento, questo, che non sembra peraltro esigere un raffronto analitico tra partite attive e partite passive, dovendo considerarsi sufficiente una valutazione prognostica di carattere globale (ANGELICI, *La società per azioni. Principi*, 168, nt. 57), eventualmente aperta alla considerazione di vantaggi futuri (MONTALENTI, *Operazioni*, 2319 s.), seppure non meramente ipotetici (Cass., 24 agosto 2004, n. 16707, in *Banca borsa*, 2005, II, 373 ss.), derivanti dall'appartenenza al gruppo. Ma per una valutazione più rigorosa della corrispondenza tra benefici e sacrifici, v. SACCHI, *Sulla responsabilità*, 672 ss.; G. SCOGNAMIGLIO, *Interesse*, 131, nt. 22; e già DENOZZA, 327 ss., 337 s.

²⁹⁷ Uno spunto in MOZZARELLI, 1614.

questo senso può affermarsi che nel contesto di una stessa disposizione il legislatore societario ha codificato uno strumento di *Schutzrecht*, il risarcimento, e uno strumento di *Organisationsrecht*, l'indennizzo²⁹⁸.

Si può allora ipotizzare che la legittimazione (in termini di meritevolezza astratta) della clausola di indennizzo dell'informazione preassembleare passi attraverso due discipline: quella delle fusioni (e scissioni) semplificate, che fonda il modello di tutela, e quella dell'attività di direzione e coordinamento, che ne individua il *mezzo*²⁹⁹.

Il *Wertungstransfer* sembra così procedere da due nuclei normativi distinti verso una stessa direzione. Anche l'art. 2497, comma 1, c.c., d'altra parte, esprime un principio (di rilievo organizzativo, come già l'art. 2505-*bis* c.c., e non di semplice *Schutzrecht*) che, in società caratterizzate dalla presenza di una maggioranza di controllo e dalla soggezione degli organi sociali alla *Leitungsmacht* di quest'ultima, conduce a riqualificare la posizione della minoranza in termini patrimoniali e funzionali (alle esigenze della stessa direzione unitaria). La *Wertung* che accomuna le due discipline, e che ne giustifica l'unitaria e simultanea proiezione su determinati processi deliberativi della società monade, è rappresentata dalla prevalenza delle necessità dinamiche dell'impresa sull'istanza di conservazione delle posizioni corporative dei soci. La gestione strategica dell'impresa – ora la pianificazione e attuazione di operazioni (in senso lato) straordinarie; ora l'esercizio del potere di direzione unitaria su un'impresa soggettivamente articolata in più centri di imputazione – comporta, in entrambe le fattispecie, l'istituzionale sottrazione alle minoranze di poteri di influenza e di partecipazione e lo spostamento dell'asse di tutela sul fronte della

²⁹⁸ Sulla possibilità di derivare uno statuto organizzativo della società di gruppo da una disposizione – l'art. 2497 c.c. – apparentemente attenta ai soli profili di responsabilità v. TOMBARI, *Diritto*, 12; VALZER, *Il potere*, 854 ss., 866 ss.; GUERRERA, *I regolamenti*, 1555 ss. E v. anche, prima dell'introduzione della disciplina dell'eterodirezione, MONTALENTI, *Conflitto*, 710 ss., 722 ss. (in particolare *ivi*, 726, per la critica alla posizione di D'ALESSANDRO, *Il diritto*, 48 ss., 55, e alla sua preoccupazione per «un nuovo istituzionalismo, un istituzionalismo di gruppo, non meno insidioso né meno ambiguo del vecchio»).

²⁹⁹ D'altro canto l'art. 2497 c.c., nell'ancorare la responsabilità della *holding* alla violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle controllate, «manifesta una naturale propensione a estendersi oltre i confini della fattispecie legale e ad assurgere a generale principio di regolazione della responsabilità da esercizio abusivo o illecito dell'influenza dominante»: così GUERRERA, *La responsabilità*, 156. Riconosce l'«indubbia portata sistematica» e la «forte valenza espansiva» della disciplina dell'attività di direzione e coordinamento anche GUACCERO, 183 s. E v. ancora, nello stesso senso, R. SANTAGATA, 265 ss., 270 s., 274 ss.; MAZZONI, 14 ss. del dattiloscritto; VALZER, *Le responsabilità*, 226 ss., 242, che estende la disciplina dell'art. 2497, comma 1, c.c. anche alla *holding* persona fisica, così affermando il significato non preclusivo della previsione di una forma di imputazione tipica (a enti e società).

conservazione del valore economico dell'investimento³⁰⁰.

11. (Segue) Eterodirezione del procedimento deliberativo e vincoli interni alla disciplina societaria: l'insufficienza dello strumento compensativo; obblighi di motivazione e di integrazione informativa

Il giudizio di meritevolezza astratta della clausola indagata sembra approdare ad un esito positivo. Con essa una specifica patologia dell'azione di gruppo viene ad essere gestita attraverso un tipico strumento di *Organisationsrecht*, trasferendosi all'interno della società monade – per operazioni di gestione strategica dell'impresa – una dialettica tra maggioranza e minoranza costruita sul potere della prima di sacrificare la partecipazione dell'altra al governo dell'ente, di appropriarsi cioè di frazioni del valore corporativo dell'altrui investimento, verso l'attribuzione di una prestazione di natura alternativa.

Anche una clausola siffatta tuttavia – come già si è detto per il disposto dell'art. 2505-*bis*, comma 1, c.c. – accentua la tensione tra aleatorietà ed eteronomia dell'investimento azionario. Si può dire che essa istituisca una forma di partecipazione esterna al procedimento deliberativo.

È facile dunque intuire che quella stessa disciplina che giustifica sul piano assiologico lo strumento prescelto (l'indennizzo) e il suo impiego in un determinato contesto deliberativo, potrebbe porre altresì alcuni vincoli alla maggioranza che intende azionare la clausola. L'articolato normativo in tema di direzione e coordinamento potrebbe cioè orientare l'interprete nella valutazione di meritevolezza *in concreto*: identificando una serie di limiti *interni* alla *Teilrechtsordnung* azionaria, suscettibili di condizionare l'applicazione della clausola e assicurarne la migliore aderenza al sistema, inteso ora – in quest'ultimo stadio del giudizio di compatibilità – quale collettore di interessi (di soggetti determinati o quantomeno determinabili) più che portatore di valori.

Sotto questo profilo, deve anzitutto considerarsi che già nel contesto dell'art. 2497 c.c. il descritto meccanismo compensativo non è autosufficiente ma vincolato all'osservanza dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale del gruppo ³⁰¹. Un indennizzo o un controvantaggio da eterodirezione non conformi a una gestione prudente, equilibrata delle sinergie del gruppo non sarebbero idonei «alla produzione

³⁰⁰ In questo senso è stato osservato che la responsabilità da direzione e coordinamento si fonderebbe su una «regola di condotta a contenuto precettivo attenuato, la quale, lungi dall'imporre [...] la promozione degli interessi dei soci», individua piuttosto una «direttiva di azione nel segno della protezione delle [loro] ragioni patrimoniali» (così S. MAZZAMUTO, 1495).

³⁰¹ Il punto è sviluppato da CARIELLO, *Sensibilità*, 275 ss.

di effetti esonerativi della responsabilità, ma, anzi, pot[rebbero] funzionare da fattore di aggravamento di questa responsabilità»³⁰²: è il caso – già osservato dalla dottrina e dalla giurisprudenza – di strategie compensative manifestamente irragionevoli o aleatorie, ovvero deliberate senza una specifica considerazione di eventuali situazioni di tensione finanziaria o di crisi di liquidità nelle società eterodirette³⁰³. La previsione di un indennizzo non esclude la violazione dei principi di corretta gestione delle controllate: è sì strumento di organizzazione dei rapporti di gruppo, ma anch'esso soggetto ad una verifica di coerenza funzionale con determinate regole di azione.

Lo stesso deve dirsi con riguardo alla fattispecie indagata.

La concentrazione del procedimento deliberativo della monade lungo l'asse amministratori-azionista di maggioranza esige anzitutto una compiuta *disclosure* al più tardi in apertura di assemblea. Si ha dunque, più correttamente, un differimento dell'informazione inerente al *deliberandum*, non un suo sacrificio definitivo: dovendosi mettere a disposizione degli azionisti, *al più tardi in apertura di assemblea*, tutta la documentazione eventualmente richiesta dalla legge *ratione materiae* e non fornita prima per effetto dell'applicazione della clausola.

L'integrazione del quadro istruttorio non può rappresentare tuttavia un correttivo sufficiente. Si impone altresì – pare – un'adeguata motivazione del merito economico dell'operazione deliberata, una sua giustificazione in termini propriamente imprenditoriali. La delibera deve attestare, da un lato, le ragioni dell'omissione della fase informativa preassembleare, e dar conto, per altro verso, del significato economico dell'operazione nello specifico contesto di riferimento: costituendo la motivazione uno strumento importante per l'emersione di un conflitto d'interessi della maggioranza votante o di un'eventuale violazione dei principi di correttezza³⁰⁴. E si tratta di un profilo che non può essere sottovalutato, se

³⁰² Lo afferma CARIELLO, *Sensibilità*, 275.

³⁰³ E v. ancora CARIELLO, *Sensibilità*, 276 s., ove riferimenti al caso *Rozenblum* e alla più recente giurisprudenza penale francese; uno spunto anche in MIOLA, 68 ss., ove si afferma che l'accertata compatibilità dei flussi di liquidità generati da operazioni di *cash pooling* con la disciplina imperativa del capitale sociale non significa, per ciò stesso, compatibilità con i principi di corretta gestione del gruppo.

³⁰⁴ D'altra parte, se è vero che le deliberazioni assembleari ordinariamente non debbono essere assistite da alcuna specifica motivazione [e v. già MAISANO, 101; v. tuttavia in senso contrario, per deliberazioni di aumento del capitale del capitale sociale o di scioglimento anticipato della società, Lodo arbitrale - Arbitro unico Prof. Cariola (presso la Camera Arbitrale e di Conciliazione della Camera di Commercio Industria Agricoltura e Artigianato di Catania), 27 maggio 2009, in *Giur. comm.*, 2010, II, 1132 ss.], non può escludersi che una motivazione incongrua o contraddittoria rappresenti un indice sintomatico dell'abuso di maggioranza: e v.

è vero che, in conseguenza della clausola, l'indennizzo si sostituisce al binomio impugnazione-risarcimento *limitatamente alla non conformità per difetto di informazione*: restando allora impregiudicato il diritto degli azionisti esterni di far valere ogni altro vizio della deliberazione attraverso gli ordinari strumenti di tutela.

Anche sotto questo profilo il paradigma dell'attività di direzione e coordinamento appare determinante.

Azionando la clausola, il socio di controllo non fa che individuare e coltivare in forme non assembleari un determinato interesse sociale; e l'assemblea è soltanto il luogo di ratifica e di formalizzazione giuridica di quell'interesse. La clausola instaura un *rapporto privilegiato, non mediato nel suo momento genetico dalle garanzie della collegialità, tra azionista di controllo e interesse sociale*. Ma d'altra parte – come già si anticipava all'inizio dell'indagine – una dinamica non diversa si realizza nell'ambito di un gruppo gerarchico, dove gli organi della eterodiretta non svolgono una funzione attiva e positiva di selezione delle strategie d'impresa: subiscono le istruzioni della capogruppo e ne vagliano la conformità all'interesse della monade alla stregua del *criterio di dimensionamento dell'interferenza* individuato dall'art. 2497, comma 1, c.c., il che equivale a dire che non ha luogo un percorso di costruzione dell'interesse sociale *partecipato dalle minoranze*. In entrambi i casi, cioè, l'interesse della società (ad una determinata operazione) non nasce nella sua sede tipica, ma giunge ad essa già perfetto³⁰⁵. E allora la maggioranza che in forza della clausola dirige l'episodio deliberativo non può sottrarsi dal dare adeguata evidenza dei termini e della portata di quell'interesse, della sua rilevanza sociale e della sua incidenza sull'attività: similmente a quanto gli organi di una società di gruppo sono tenuti a fare – per effetto dell'art. 2497-ter c.c. – in rapporto a scelte di gestione o di indirizzo «influenzate» dall'attività di direzione e coordinamento³⁰⁶.

Gli obblighi di informazione a tutela dell'azionariato esterno, da assolversi al più tardi nella fase strettamente assembleare del procedimento, non si limitano peraltro alla giustificazione sostanziale della scelta di semplificazione del rito. Se si eccettua l'ipotesi in cui la clausola preveda un corrispettivo fisso per l'ablazione del diritto, è da ritenersi che anche il profilo della quantificazione dell'indennizzo debba essere

PREITE, 170 s., testo e nt. 8.

³⁰⁵ Uno spunto in MOZZARELLI, 1615, nt. 29, che connota l'attività di direzione e coordinamento della capogruppo in termini di «imprenditorialità ed extrasocialità rispetto alla società diretta».

³⁰⁶ Sul significato funzionale degli obblighi di motivazione previsti dall'art. 2497-ter c.c. nella prospettiva del contemperamento fra benefici e pregiudizi derivanti alle singole società del gruppo v. in particolare G. SCOGNAMIGLIO, *Interesse*, 129 ss.; CARUSO, 56 s.

puntualmente illustrato e giustificato nell'atto di convocazione dell'assemblea o comunque al momento della sua celebrazione: il che consente agli azionisti pretermessi di conoscere e eventualmente di contestare le valutazioni operate dagli amministratori sulla base dei criteri previsti dallo statuto. Né un siffatto diritto di opporsi alla determinazione dell'organo amministrativo potrebbe essere escluso dallo statuto, tanto più se l'indennizzo dovuto all'azionista è individuato in una aliquota o frazione del valore reale (attuale) della partecipazione sociale.

Certo non potrà applicarsi analogicamente la disciplina dell'art. 2437-ter, comma 5, c.c.: il diritto dell'azionista di conoscere il valore reale della partecipazione nei quindici giorni che precedono l'assemblea svuoterebbe il significato operativo della clausola, vanificando l'obiettivo di concentrazione del procedimento. Trova invece necessaria applicazione la norma che consente al socio di impugnare la quantificazione dell'organo amministrativo (entro quindici giorni dall'iscrizione della delibera), con conseguente determinazione dell'indennizzo «tramite relazione giurata di un esperto nominato dal tribunale, che provvede anche sulle spese, su istanza della parte più diligente» (art. 2437-ter, comma 6, c.c.).

Degli ulteriori sviluppi della clausola, e della possibilità di attingere al modello dell'attività di direzione e coordinamento anche in rapporto alle vicende che ne scandiscono la vita, dalla sua introduzione alla sua fruizione, sarà detto più avanti, non prima tuttavia di aver definito con maggiore chiarezza l'ambito di applicazione del congegno indennitario.

12. *L'ambito di applicazione della clausola*

L'indennizzo di diritti di informazione può apparire strumento lecito e diretto a perseguire interessi meritevoli di tutela nella misura in cui il congegno statutario ipotizzato riguardi deliberazioni di gestione strategica dell'impresa azionaria.

Nel corso dell'indagine sono stati evidenziati i profili di disciplina che consentono di assimilare – su un piano in senso lato teleologico – le deliberazioni di fusione e scissione all'aumento oneroso del capitale sociale. Anche quest'ultimo rappresenta un'operazione di gestione straordinaria del patrimonio d'impresa, capace di giustificare il sacrificio del valore contrattuale o corporativo dell'investimento degli azionisti presenti (nonché – secondo alcune opinioni – deroghe alla *Gleichbehandlung*³⁰⁷): la disciplina dell'esclusione del diritto di opzione senza

³⁰⁷ D'ATTORRE, *Il principio*, 318 ss., secondo il quale l'interesse della società potrebbe esigere non solo l'offerta a terzi delle nuove azioni ma altresì l'offerta riservata ad alcuni soci soltanto; e la legittimità di quest'ultima soluzione non incontrerebbe ostacolo nel principio della parità di

il correttivo del recesso per i soci dissenzienti e le drastiche limitazioni dei poteri di impugnativa per non conformità della delibera sono, tra gli altri, indici inequivoci della preminenza dei valori dell'impresa (e dunque dell'organizzazione) sui valori del contratto³⁰⁸.

L'applicazione della clausola di indennizzo di diritti informativi all'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione sembra per questo compatibile con i valori del sistema azionario. Coerentemente con la funzione della clausola, tuttavia, al più tardi in apertura di assemblea dovrà essere giustificato il merito economico dell'operazione (enunciandosi le ragioni del conferimento in natura o lo specifico interesse della società che esige l'esclusione del diritto di preferenza): il che, del resto, costituisce la base (sostanziale) per la giustificazione dell'operazione (anche) sul piano procedimentale, ovvero per la rappresentazione dei profili di urgenza o di opportunità che hanno condotto alla semplificazione informativa³⁰⁹. Del pari, dovranno essere contestualmente depositati i documenti richiesti dalla legge – anche a tutela di interessi dei terzi – per la stima del bene o per l'adozione di procedure alternative alla stima.

All'opposto, è di immediata percezione la necessità di escludere del tutto dall'ambito di applicazione della clausola quelle delibere – nomina, revoca e responsabilità degli amministratori, approvazione del bilancio di esercizio e, di conseguenza, distribuzione degli utili – manifestanti un

trattamento, che – scrive l'A. – «svolge la sua funzione di regola di disciplina dei rapporti tra soci solo fino a quando il suo operare non viene ad urtare contro le esigenze imprenditoriali della società» (*ivi*, 320).

³⁰⁸ Sulla centralità sistematica dell'«atto di organizzazione», e per la proposta di un metodo (dalla portata generale) ispirato alla prevalenza dei valori dell'impresa su quelli del contratto «ogni qual volta il programma privato sia fonte di una regola organizzativa dell'attività della s.p.a.», v. GINEVRA, *Premessa*, 300 ss.; e già ID., *Nullità*, 279 ss. (il virgolettato *ivi*, 280).

³⁰⁹ La tensione tra l'interesse sociale a una capitalizzazione efficiente e l'interesse degli azionisti all'informazione su vicende di carattere organizzativo emerge anche dalla disciplina speciale degli emittenti quotati (ABU AWWAD, *Il diritto*, 107 ss.). Significativa è la soluzione adottata in proposito per aumenti di capitale in società che recepiscono la clausola prevista dall'art. 2441, comma 4, seconda parte, c.c., abilitante l'esclusione del diritto di preferenza nei limiti del dieci per cento della capitalizzazione preesistente. Detta soluzione esonera l'organo amministrativo dall'obbligo di redigere «apposita relazione» (v. art. 2441, commi 5 e 6, c.c.) attestante le ragioni dell'esclusione e i criteri di determinazione del prezzo di emissione. La disciplina delle società quotate – che nella prospettiva del presente studio, pur dedicato a società chiuse con base azionaria ristretta, conserva comunque un'indubbia valenza sistematica – tutela dunque l'informazione prevedendo, in luogo delle onerose formalità del procedimento ordinario, un'attestazione di corrispondenza del prezzo di emissione delle nuove azioni al valore di mercato del titolo. E per una convincente giustificazione della compatibilità dell'art. 2441, comma 4, seconda parte, c.c. con il dettato comunitario (art. 29, § 4, direttiva 77/91/CEE) v. ABU AWWAD, *Il diritto*, 154 ss.

potere dell'assemblea di indirizzo e di controllo (in senso ampio) sulla gestione o un potere di appropriazione o di non appropriazione del risultato della gestione passata.

Se concepita cioè con riguardo a siffatte deliberazioni, perlopiù essenziali e di carattere ciclico, la clausola di indennizzo del diritto alla regolare convocazione dovrebbe respingersi per mancanza di *Anknüpfung* al nucleo dei valori del diritto azionario: non potendo operare il *Wertungstransfer* in rapporto a momenti di interlocuzione tra la base sociale e l'organo amministrativo che non esprimono un'incidenza immediata sulla produzione di nuovo valore. La tutela patrimoniale del diritto all'informazione preassembleare presuppone un intervento dell'assemblea direttamente strumentale alla gestione del patrimonio comune. La semplificazione dei processi informativi e l'attribuzione alla maggioranza di un potere di direzione del procedimento deliberativo appaiono cioè compatibili con l'architettura del tipo solo se riferite a competenze assembleari riguardanti la «fase esecutiva dell'agire imprenditoriale»³¹⁰.

Identificato in questi termini il presupposto operativo della clausola, è possibile prendere in considerazione alcune tra le più significative materie di competenza dell'assemblea dei soci.

Anzitutto, l'indennizzo del diritto all'informazione preassembleare sembra compatibile con la delibera di adozione degli «opportuni provvedimenti» sollecitata dagli amministratori nella specifica circostanza descritta dall'art. 2446, comma 1, c.c.

D'altra parte la norma legittima una parziale traslazione di competenze di gestione in capo all'assemblea, che per opinione pacifica può assumere in quei frangenti scelte di carattere spiccatamente imprenditoriale (dal licenziamento dei dipendenti alla chiusura di determinati stabilimenti)³¹¹, venendosi a creare un contesto in qualche misura privilegiato per la semplificazione e per la concentrazione del procedimento (avente a oggetto – appunto – decisioni di gestione strategica dell'impresa) lungo l'asse amministratori-maggioranza di controllo³¹². Resta ferma la necessità

³¹⁰ Il virgolettato in D'ATTORRE, *Il principio*, 321. Sembra allora arduo ammetterne la compatibilità con il tipo (e probabilmente più in generale con il paradigma societario e con il profilo dell'esercizio in comune dell'attività), se la clausola di indennizzo dell'informazione preassembleare è convenuta in rapporto a episodi di esercizio della funzione deliberativa nei quali il momento *sociale* del decidere esprime un significato in un certo senso metasociale, rappresentando esso il «decidere sul decidere», il valutare *se* affidare la gestione di un patrimonio a determinati soggetti, *se* sciogliere unilateralmente quel rapporto, *se* approvare il conto della gestione.

³¹¹ In questo senso v. TETI, 178; ABBADESSA, *L'assemblea*, 9, nt. 15; PORTALE, *Rapporti*, 27; ABBADESSA-MIRONE, 282 s.

³¹² Sotto questo profilo, non è un caso – pare – che secondo una parte della dottrina

che, al più tardi in apertura di assemblea, gli amministratori mettano a disposizione degli azionisti la prevista relazione sulla situazione patrimoniale della società con le osservazioni dell'organo di controllo.

Il congegno indennitario non è compatibile invece con la delibera di riduzione del capitale per perdite disciplinata dall'art. 2446, comma 2, c.c.: e ciò per due ragioni distinte e complementari. Da un lato, la delibera è una conseguenza necessitata della situazione di mancato assorbimento della perdita rinviata a nuovo esercizio: e un siffatto connotato di doverosità si pone in antitesi alla discrezionalità tipica delle scelte di gestione strategica dell'impresa. Dall'altro lato, la delibera è adottata dall'«assemblea ordinaria [...] che approva il bilancio» di quell'esercizio: dovendosi pertanto applicare gli stessi principi e gli stessi limiti che sono stati individuati con riguardo a deliberazioni concernenti il risultato della gestione passata³¹³.

La semplificazione informativa non sembra meritevole di tutela

(CAGNASSO, 199 s.) l'adozione degli opportuni provvedimenti da parte dei soci di una s.r.l. che versa nella condizione dell'art. 2482-*bis*, comma 1, c.c. debba considerarsi sottratta, diversamente dalla delibere di riduzione del capitale sociale, alla riserva di collegialità posta dall'art. 2479, comma 4, c.c.: ben potendo il procedimento di decisione articolarsi secondo le agili forme della consultazione scritta e del consenso espresso per iscritto, e di conseguenza essere diretto da una maggioranza che confeziona e impone alla minoranza, *al di fuori dell'assemblea*, le proprie determinazioni e i propri indirizzi strategici.

³¹³ Un altro discorso dev'essere svolto con riguardo all'art. 2447 c.c. Invero, nonostante la possibilità che l'assemblea delibere un aumento di capitale a pagamento per ripristinare (quantomeno) la soglia di capitalizzazione minima, meritano di essere considerati anche gli ulteriori e parimenti possibili esiti dell'episodio deliberativo: la trasformazione e lo scioglimento della società. Entrambi sembrano collocarsi al di fuori dell'area della gestione strategica dell'impresa, seppure per ragioni non coincidenti. Da una parte, la trasformazione è un fatto della società e del suo regime giuridico, non dell'impresa quale attività di gestione di valori: essa «impone una consecuzione di qualificazioni nell'ambito del paradigma funzionale societario», ma «non genera circolazione di ricchezza imprenditoriale né di impresa» (SPADA, *Diritto*, 172). Dall'altra, la delibera di scioglimento è per definizione estranea alla direzione strategica dell'impresa, determinando all'opposto l'instaurazione di una gestione conservativa funzionale (alla dissoluzione dell'organizzazione e) al soddisfacimento delle pretese individuali che residuano dall'attività. La direzione strutturalmente non univoca della vicenda deliberativa non sembra tuttavia precludere l'accesso alla semplificazione informativa anche nel contesto descritto. L'esigenza di neutralizzare l'applicazione del congegno indennitario in rapporto ai due esiti dello scioglimento e della trasformazione può ritenersi efficacemente salvaguardata dalla tecnica della disapplicazione della clausola statutaria in sé valida ma in concreto immeritevole di tutela (SANFILIPPO, *Il controllo*, 587 ss.; e v. *supra*, in questo capitolo, § 3 e nt. 229): con la conseguenza che l'elisione della fase preassembleare potrà avere luogo soltanto nell'ipotesi in cui venga deliberata la ricapitalizzazione della società; mentre la clausola verrà disapplicata e dovrà essere deliberato il rinvio dell'assemblea (in funzione del ripristino del procedimento ordinario) se – convocata l'adunanza in difetto dei prescritti presidi informativi – la proposta di ricapitalizzazione non ottiene le maggioranze necessarie.

neppure con riguardo alla delibera di riduzione volontaria del capitale sociale, che di per sé non si colloca – invero – su un piano di strumentalità diretta con la gestione dell'impresa³¹⁴. Il suo significato tipico (per quanto non esclusivo) sta nell'assegnazione agli azionisti di un vantaggio autonomo dalla gestione. Non solo infatti quel vantaggio, trattandosi di un rimborso anticipato di una parte dell'investimento, prescinde per definizione dal conseguimento di un disavanzo di gestione, dipendendo esclusivamente dalla misura della pregressa immobilizzazione. Ma l'assegnazione di detto vantaggio ai soci può poi essere deliberata anche senza una ponderazione e motivazione dei suoi effetti sulla gestione: diversamente da quanto accadeva nella disciplina previgente, che imponeva di giustificare la riduzione sulla base dell'esuberanza del capitale. Mancando il presupposto del *Wertungstransfer*, non sembra dunque indennizzabile il diritto dei soci alla tempestiva informazione circa «le ragioni e le modalità della riduzione» (art. 2445, comma 2, c.c.).

La semplificazione informativa sembra invece pienamente compatibile con clausole statutarie che subordinino il compimento di atti di gestione alla preventiva autorizzazione dell'assemblea ordinaria secondo il modello dell'art. 2364, comma 1, n. 5, c.c.

In quest'ipotesi la clausola di indennizzo non investe una materia attribuita dalla legge alla competenza dell'assemblea. Si innesta su una scelta di autonomia privata che consiste nel porre un vincolo di carattere procedimentale all'esercizio del potere gestorio: un vincolo che – allora – ben può saldarsi con la contestuale previsione di un potere della maggioranza di accelerare il procedimento autorizzatorio e di tradurre in un valore monetario formalità e cautele comunque eccedenti il nucleo legale minimo della partecipazione degli azionisti al governo dell'impresa. D'altra parte, poi, la previsione statutaria dell'autorizzazione attesta con sicurezza la sussistenza del presupposto oggettivo del *Wertungstransfer*, atteso che con essa i soci esercitano un'opzione organizzativa che ha l'effetto di attribuire all'operazione una rilevanza particolare, tale da includerla (seppur soltanto per quella società, dunque non in senso assoluto) nell'area della gestione strategica dell'impresa.

Il sacrificio dell'informazione preassembleare sembra compatibile poi con altre deliberazioni concernenti la gestione strategica dell'impresa azionaria, in cui l'intervento dell'assemblea è prescritto dalla legge con l'obiettivo di vincolare la discrezionalità degli amministratori (autorizzazione di acquisto di azioni proprie e di operazioni di assistenza

³¹⁴ Per la neutralità funzionale della riduzione volontaria del capitale v. D'ATTORRE, *Il principio*, 326.

finanziaria), di prevenire l'elusione dell'obbligo di stima per operazioni potenzialmente sostitutive di un conferimento in natura (autorizzazione di acquisti pericolosi) o di consentire una decisione degli azionisti su operazioni suscettibili di provocare una perdita integrale dell'investimento (assunzione di partecipazioni in altre imprese comportanti la responsabilità illimitata per le obbligazioni della partecipata). Resta fermo che al più tardi in apertura di assemblea gli amministratori sono in ogni caso tenuti a somministrare agli azionisti tutte le indicazioni per le quali la legge prevede il deposito di relazioni e attestazioni presso la sede sociale nei quindici o nei trenta giorni precedenti l'adunanza (artt. 2343-bis, comma 2, e 2358, comma 3, c.c.).

13. (Segue) Modificazione statutaria e legittimazione successiva dell'indennizzo dei diritti di informazione. Inadempimento e abuso della clausola

Il paradigma dell'attività di direzione e coordinamento svolge – come si è visto – un ruolo determinante nell'indagine sulla clausola di indennizzo del diritto all'informazione preassembleare: tanto per la sua legittimazione, segnatamente con riguardo allo strumento di protezione dell'interesse *interferito* (l'indennizzo, appunto), quanto per l'individuazione di un *criterio di dimensionamento dell'interferenza* (sull'individuale *Dispositionsfreiheit* di una parte dell'azionariato)³¹⁵.

Si tratta di una chiave di lettura che sembra doversi valorizzare anche per quel che concerne l'introduzione di una clausola di indennizzo originariamente non prevista. Se l'inserimento della clausola nei patti statutari instaura all'interno della società monade una forma di eterodirezione che ripete i modi e gli effetti della *Leitungsmacht*, sembra inevitabile volgere lo sguardo all'articolato dettato in tema di gruppi, per verificare se l'abilitazione del congegno indennitario possa essere deliberata a maggioranza (dall'assemblea straordinaria) e di conseguenza se i soci dissenzienti, assenti o astenuti possano tutelare la propria posizione

³¹⁵ Quel ruolo si giustifica per il fatto che la clausola non disciplina (o almeno non direttamente) il profilo dell'attribuzione dei diritti, ma piuttosto organizza il contributo delle singole partecipazioni ai processi di direzione strategica dell'impresa. Essa, cioè, non concerne il diritto di voto ma il procedimento deliberativo: tant'è che chiunque venga a detenere la percentuale di capitale sociale determinata dalla clausola ha il potere di instaurare secondo modalità preterlegali una situazione (che è solo) strumentale all'esercizio del diritto di voto, imponendo ai soci restanti un procedimento irrituale (pur nei limiti più sopra tracciati) e convertendo in denaro o altro vantaggio statutariamente previsto l'interesse di questi alla legalità dell'azione di gruppo. In questo senso può dirsi allora che la clausola istituisce un *potere di direzione* del – e correlativamente una forma di *partecipazione esterna* al – procedimento deliberativo.

attraverso il recesso.

Entrambi i problemi trovano in quell'articolato normativo risposta positiva.

Anzitutto, la modifica dell'atto costitutivo che introduce la clausola di indennizzo sembra poter intervenire con deliberazione adottata a maggioranza.

La stessa attività di direzione e coordinamento di società, che della clausola è l'immediato referente teleologico, può legittimarsi anche in forza di un puro fatto; e non incontra ostacolo, sul terreno della società eterodiretta, nell'interesse dei soci all'indipendenza dell'organo gestorio, non sussistendo un diritto individuale degli azionisti esterni a pronunciarsi su iniziative del gruppo di comando comportanti una parziale alienazione del governo societario: iniziative che, peraltro, neppure necessitano di una formale modifica dell'atto costitutivo o della stipulazione di un contratto tra la società esercente direzione e coordinamento e la società eterodiretta³¹⁶.

Si tratta di osservazioni destinate a non restare indifferenti nella prospettiva della presente indagine. Atteso che la minoranza esterna di una società eterodiretta sopporta gli effetti (sostanzialmente) ablativi dell'attività di coordinamento gerarchico e non ha il potere di impedirne l'instaurazione ma soltanto di tutelare il proprio investimento attraverso il recesso o di reagire a eventuali abusi con l'azione di risarcimento (art. 2497, comma 1, c.c.), non sembra esservi ragione di sostenere che presupposti più rigorosi si impongano per legittimare un'ingerenza nei processi deliberativi interni avente fonte diversa dall'attività di direzione e coordinamento: sempreché di quella ingerenza si ritenga dimostrata la compatibilità con lo schema societario e con il tipo azionario; e tanto più se si considera che la clausola di indennizzo non vale a precostituire un'assoluta immunità della delibera, lasciando aperta la possibilità di censurare vizi diversi dalla carenza informativa (e tra questi, principalmente, il conflitto di interessi del socio votante e l'abuso di maggioranza).

Anche per l'istituzione di una clausola di indennizzo, la tutela dei soci che non vi concorrono sembra allora doversi spostare sul piano patrimoniale. La possibilità di reazione dell'azionista esterno deve ragionevolmente ritenersi circoscritta all'esercizio del diritto di recesso: il quale, peraltro, non tanto verrebbe a fondarsi sull'alterazione delle prerogative di partecipazione (art. 2437, comma 1, lett. g, c.c.), quanto

³¹⁶ Sul punto v. GUERRERA, *I regolamenti*, 1565; CARUSO, 41 s., testo e nt. 6; L.A. BIANCHI, *Problemi*, 355 s., 361 ss.

piuttosto sull'art. 2497-*quater*, comma 1, lett. *c*, c.c., che tutela i soci esterni di società non quotata già al momento della sua soggezione all'altrui potere di direzione e coordinamento e a prescindere dai singoli episodi o atti di esercizio di quel potere³¹⁷.

Sembra tuttavia doversi tener fermo, nonostante l'inquadramento della clausola nel *Leitbild* dell'attività di direzione e coordinamento, il termine di decadenza di quindici giorni dall'iscrizione nel registro delle imprese della modifica dell'atto costitutivo: trattandosi di un'ipotesi di recesso (non da fatto ma) da deliberazione, non può che trovare applicazione la regola generale dell'art. 2437-*bis* c.c.

Un'applicazione compatibile della disciplina della direzione unitaria impone poi una selezione accorta dei presupposti del diritto di recesso: sotto questo profilo, l'azionista che non concorre all'introduzione della clausola non sembra onerato della allegazione (e della dimostrazione) del rischio di alterazione del valore dell'investimento che consegue alla modificazione statutaria, diversamente da quanto prevede l'art. 2497-*quater*, comma 1, lett. *c*, c.c. Nella vicenda in oggetto, il rischio sta nel fatto stesso di autorizzare la maggioranza a sacrificare (a titolo oneroso) determinate prerogative di autotutela del valore dell'investimento altrimenti spettanti all'azionariato residuo.

Da quanto detto si trae conferma della forza costruttiva del giudizio di compatibilità, che governa l'intera operazione ermeneutica destinata a svolgersi sulla clausola atipica: non si limita alla sua meritevolezza, astratta e concreta, ma investe anche il momento della costruzione della sua disciplina.

In questa stessa prospettiva può e deve essere condotto il discorso sulla violazione della clausola e sui mezzi di tutela conseguentemente azionabili dai soggetti interessati: verificandosi cioè se anche in ordine agli sviluppi patologici della vicenda in esame possa confermarsi la forza di irraggiamento del modello della direzione di gruppo.

La verifica deve tener conto di due distinte ipotesi di applicazione patologica della clausola: (i) l'assoluta irragionevolezza della scelta di sacrificare le cautele informative in quello specifico episodio deliberativo; (ii) l'inadempimento dell'obbligo di prestazione indennitaria da parte del soggetto o della coalizione di soggetti che azionano la clausola.

In presenza di queste deviazioni, l'applicazione della disciplina prevista dall'art. 2497, comma 1, c.c. porterebbe a sanzionare la condotta abusiva

³¹⁷ Il diritto di recesso spetta all'azionista che non concorre all'introduzione della clausola anche soltanto per una parte delle azioni (arg. *a contrario* dall'art. 2497-*quater*, comma 1, lett. *b*, c.c.): il che potrebbe rappresentare un'opportunità per frazionare il rischio derivante da una curvatura in senso autoritario dei rapporti interni alla compagine.

della maggioranza sul piano della responsabilità risarcitoria. Sorgerebbe in altre parole, a vantaggio degli azionisti pretermessi, un diritto al risarcimento *nei limiti (e sul presupposto) dell'effettiva lesione dell'interesse alla redditività e al valore della partecipazione*. E quel diritto sorgerebbe in entrambe le ipotesi descritte: nella prima, ove la clausola è azionata con finalità emulative o per il perseguimento di un interesse non sociale; nella seconda, perché la mancata attribuzione del vantaggio compensativo (cristallizza definitivamente il pregiudizio e) consolida la violazione dei principi di corretto esercizio del potere di direzione (del procedimento), costituendo essa stessa in definitiva – alla luce del referente teleologico della direzione di gruppo – la manifestazione di un abuso sanzionabile in termini risarcitori. Al vittorioso esperimento dell'azione di risarcimento del danno potrebbe poi cumularsi il diritto di recesso conseguente all'accertamento giudiziale dell'abuso del potere di direzione (art. 2497-*quater*, lett. b, c.c.).

Si tratta di una soluzione che tuttavia non può trovare accoglimento. Lo specifico contesto nel quale la clausola di indennizzo è destinata ad operare resiste, per ragioni di ordine funzionale, al *Wertungstransfer* della sanzione risarcitoria disciplinata dall'art. 2497, comma 1, c.c. (oltreché del recesso da abuso).

Il senso della clausola sta nel sostituire un determinato paradigma di tutela (l'indennizzo) agli strumenti ordinariamente previsti *per la sanzione sul piano organizzativo di una specifica non conformità della deliberazione*. Un *uso distorto* o un *non uso* di quel mezzo alternativo di tutela non può che determinare la riespansione della disciplina legale dei rimedi contro delibere non conformi. Senza considerare che la responsabilità risarcitoria posta a carico della capogruppo si fonda su una valutazione globale e sintetica dei modi di esercizio del potere di direzione. In questo caso si tratta invece di giudicare del singolo episodio deliberativo e dell'idoneità della previsione statutaria a consentire la produzione di un determinato valore organizzativo nonostante la non conformità del procedimento: là è in questione un intero progetto di impresa, qua invece una manifestazione episodica e isolata dell'azione di un organo sociale.

La minoranza illegittimamente estromessa o estromessa e non soddisfatta può dunque alternativamente: domandare il risarcimento del danno da non conformità se al di sotto della soglia di possesso azionario prevista dall'art. 2377, comma 3, c.c. (e in questo caso può pretendere una *volle Kompensation*, che prescinda dall'eventuale quantificazione statutaria o dai parametri di liquidazione dell'indennizzo previsti dalla clausola); agire per l'impugnazione della delibera, se titolare di almeno il cinque per cento delle azioni con voto.

In nessun caso spetta a quella minoranza il diritto di recesso per accertamento giudiziale delle patologie in questione (accertamento inevitabilmente preliminare all'esame del merito dell'impugnazione o dell'azione risarcitoria).

Lo strumento del recesso trova la sua giustificazione nelle peculiarità (dell'abuso) della direzione di gruppo: costituisce sanzione di un'intera attività, di un programma, di un determinato modo di interpretare l'impresa. L'attenzione è tutta sul *comportamento* della capogruppo. Nel caso dell'indennizzo dell'informazione preparatoria, la posta in gioco è evidentemente diversa: l'inattuazione (o non corretta attuazione) del sinallagma sollecita un tipo di giudizio che guarda alle regole di *comportamento* in un'ottica puramente strumentale all'applicazione delle regole di *validità* dell'episodio deliberativo³¹⁸.

³¹⁸ Sulla contrapposizione tra regole di validità e regole di comportamento v. P. FERRO-LUZZI, *La conformità*, 196 s.

INDICE DELLE OPERE CITATE

- ABBADESSA, *Deliberazioni senza assemblea nelle società di capitali*, in *Riv. dir. comm.*, 1968, I, 300
- ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nella società per azioni. Profili organizzativi*, Milano, 1975
- ABBADESSA, *Le disposizioni generali sulle società*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, 16, II, Torino, 1985, 3
- ABBADESSA, *L'assemblea: competenza*, in *Assemblea. Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo-Portale, 3*, Torino, 1994, 1
- ABBADESSA-MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, 269
- ABU AWWAD, *Violazione dell'« obbligo » di opa e tutela risarcitoria degli azionisti*, in *Resp. civ. e prev.*, 2006, 1118
- ABU AWWAD, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013
- ADIUTORI, *Funzione amministrativa e azione individuale di responsabilità*, Milano, 2000
- ANGELICI, *Società per azioni e in accomandita per azioni*, in *Enciclopedia del diritto*, XLII, Milano, 1990, 977
- ANGELICI, *Note in tema di rapporti contrattuali tra soci e società*, in *Giur. comm.*, 1991, I, 681
- ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Azioni - Gruppi. Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo-Portale, 2*, Torino, 1991, 99
- ANGELICI, *Rapporti sociali e regole della correttezza*, in *Giur. comm.*, 1992, I, 1013
- ANGELICI, *Della società per azioni. Le azioni. Artt. 2346 - 2356*, in *Il Codice Civile. Commentario*, diretto da Schlesinger, Milano, 1992
- ANGELICI, *Note in tema di procedimento assembleare*, in ID., *Attività e organizzazione. Studi di diritto delle società*, Torino, 2007, 71
- ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria*, in ID., *Attività e organizzazione. Studi di diritto delle società*, Torino, 2007, 165
- ANGELICI, *La società per azioni e gli « altri »*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger. Atti del convegno. Milano, 9 ottobre 2009*, Milano, 2010, 45
- ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da Cicu-Messineo-Mengoni, e continuato da Schlesinger, Milano, 2012

ANNUNZIATA, *Articolo 2497-quater*, in *Direzione e coordinamento di società. Artt. 2497 –2497-septies c.c.*, a cura di Sbisà, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Milano, 2012, 267

ASCARELLI, *Il negozio indiretto e le società commerciali*, in *Studi di diritto commerciale in onore di Cesare Vivante*, Roma, 1931, I, 23

ASCARELLI, *In margine alla tutela delle minoranze nelle società per azioni*, in ID., *Studi in tema di società*, Milano, 1952, 139

ASCARELLI, *Interesse sociale e interesse comune nel voto*, in ID., *Studi in tema di società*, Milano, 1952, 147

ASCARELLI, *In tema di diritto di voto con azioni date in pegno e di sindacati azionari*, in ID., *Studi in tema di società*, Milano, 1952, 191

ASCARELLI, *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 3

ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, in *Raccolta di scritti in onore di Arturo Carlo Jemolo*, II, Milano, 1963, 33

BALP-VENTORUZZO, *Esclusione del diritto d'opzione nelle società con azioni quotate nei limiti del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di emissione*, in *Riv. soc.*, 2004, 795

BALZARINI, *Articoli 2428 - 2429*, in *Obbligazioni - Bilancio. Artt. 2410 - 2435-bis c.c.*, a cura di Notari-Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Milano, 2005, 595

BARACHINI, *In tema di diritto di ispezione del socio sulle deleghe assembleari*, in *Banca borsa*, 2003, II, 125

BARACHINI, *La tutela delle minoranze ed il diritto di informazione dell'azionista nella disciplina dell'art. 130 T.U.F.*, in *La tutela delle minoranze nelle società quotate. Studi in memoria di Alessandro Cerrai*, a cura di Piras, Pisa, 2004, 167

BARACHINI, *La gestione delegata nella società per azioni*, Torino, 2008

BARACHINI, *Il bilancio e la distribuzione degli utili ai soci*, in *S.r.l. Commentario dedicato a Giuseppe B. Portale*, a cura di Dolmetta-Presti, Milano, 2011, 778

BARCELLONA E. , *Rischio e potere nel diritto societario riformato fra golden quota di s.r.l. e strumenti finanziari di s.p.a.*, Torino, 2012

BARCELLONA E., *La separazione di proprietà e gestione nelle società di capitali: diritti particolari del quotista e «golden shares» di s.p.a.*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso-Cariello-Di Cataldo-Guerrera-Sciarrone Alibrandi, 1, Torino, 2014, 175

BARCELLONA M., *Strutture della responsabilità e «ingiustizia» del danno*, in *Eur. dir. priv.*, 2000, 401

- BARTELENA, *La tutela degli azionisti di risparmio*, in *La tutela delle minoranze nelle società quotate. Studi in memoria di Alessandro Cerrai*, a cura di Piras, Pisa, 2004, 137
- BARTELENA, *Pegno ed usufrutto di azioni*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011, 101
- BECHTLE, *Die Kontrollrechte des GmbH-Gesellschafters. Zugleich eine allgemeine Untersuchung der Individualkontrollrechte im Gesellschaftsrecht*, München, 1969
- BELTRAMI, *L'invalidità delle deliberazioni assembleari ex art. 2379-ter c.c.*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso-Cariello-Di Cataldo-Guerrera-Sciarrone Alibrandi, 1, Torino, 2014, 695
- BELVISO, *L'informazione dei soci nelle società con azioni quotate (art. 130 d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58)*, in *Rin. soc.*, 2000, 828
- BEZZENBERGER G.-BEZZENBERGER T., *Rechtsschutzmittel der Aktionäre gegen Kapitalverwässerungen – Anfechtungsklage oder Spruchverfahren bei Verschmelzungen und Kapitalerhöhungen mit Bezugsrechtsausschluß –*, in *Gesellschaftsrecht Rechnungslegung Steuerrecht. Festschrift für Wolf Müller zum 65. Geburtstag*, hrsg. von Hommelhoff-Zätzsch-Erle, München, 2001, 1
- BIANCA C.M., *Diritto civile. 3. Il contratto*, Milano, 2000
- BIANCHI L.A., *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Milano, 2002
- BIANCHI L.A., *Problemi in materia di disciplina dell'attività di direzione e coordinamento*, in ID., *Bilanci, operazioni straordinarie e governo dell'impresa. Casi e questioni di diritto societario*, Milano, 2013, 347
- BIONE, *Le azioni*, in *Azioni - Gruppi. Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo-Portale, 2*, Torino, 1991, 1
- BIONE, *Informazione ed exit: brevi note in tema di recesso nella s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa-Portale, 3, Torino, 2007, 203
- BLANDINI, *Società quotate e società diffuse. Le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Trattato di diritto civile del Consiglio Nazionale del Notariato* diretto da Perlingieri, V, 10, Napoli, 2005
- BOCCHINI, *L'informazione nelle società per azioni*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso-Cariello-Di Cataldo-Guerrera-Sciarrone Alibrandi, 1, Torino, 2014, 229
- BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1960
- CACCHI PESSANI, *Violazione dell'obbligo di OPA e risarcimento del danno*, in *Giur. comm.*, 2008, II, 496
- CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, V, 1, Padova, 2007
- CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, 1985

- CALANDRA BUONAURA, *Potere di gestione e potere di rappresentanza degli amministratori*, in *Amministratori - Direttore generale. Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo-Portale, 4, Torino, 1991, 105
- CALANDRA BUONAURA, *Il potere di rappresentanza*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa-Portale, 2, Torino, 2006, 657
- CALANDRA BUONAURA, *La gestione societaria dell'impresa in crisi*, in *Il diritto dell'impresa in crisi fra contratto, società e procedure concorsuali*, a cura di Barachini, Torino, 2014, 1
- CALVOSA *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995
- CALVOSA *L'intervento e il voto in assemblea*, in *Los derechos de los accionistas en las sociedades cotizadas. El proceso de adaptación de la Directiva 2007/36/CE, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas en España e Italia*, diretto da Abriani-Embid Irujo, Valencia, 2011, 237
- CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società⁸*, a cura di M. Campobasso, Torino, 2012
- CAMPOBASSO M., *Nuovi principi e vecchi problemi nel concordato preventivo con "continuità aziendale"*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso-Cariello-Di Cataldo-Guerrera-Sciarrone Alibrandi, 3, Torino, 2014, 3015
- CANDIAN, *Personalità della società per azioni. La realtà ed il mito*, in *Temì*, 1960, 45
- CARBONETTI, *OPA obbligatoria e diritti degli azionisti*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2005, 634
- CARIELLO, *La disciplina «per derivazione» del sistema di amministrazione e controllo dualistico (disposizioni di richiamo e di rinvio nel nuovo diritto delle società per azioni non quotate)*, in *Riv. soc.*, 2005, 36
- CARIELLO, *La "compensazione" dei danni con i benefici da attività di direzione e coordinamento*, in *Banca borsa*, 2005, II, 384
- CARIELLO, *I conflitti «interorganici» e «intraorganici» nelle società per azioni (prime considerazioni)*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa-Portale, 2, Torino, 2006, 767
- CARIELLO, *Sistema dualistico e competenza assembleare all'approvazione del bilancio d'esercizio (art. 2409-terdecies, comma 2°, c.c.)*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011, 407
- CARIELLO, *Operazioni con parti correlate e sistema dualistico*, in *Le operazioni con parti correlate. Atti del Convegno. Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 19 novembre 2010*, a cura di V. Cariello, Milano, 2011, 61
- CARIELLO, *Sensibilità comuni, uso della comparazione e convergenze interpretative: per una Methodenlehre unitaria nella riflessione europea sul diritto dei gruppi di società*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 255
- CARIELLO, *Azioni a voto potenziato, "voti plurimi senza azioni" e tutela dei soci estranei al controllo*, in *Riv. soc.*, 2015, 164

- CARUSO, *Inizio e cessazione della direzione e coordinamento e recesso del socio*, Torino, 2012
- CASELLA, *L'informazione in assemblea*, in *L'informazione societaria. Atti del Convegno internazionale di studi. Venezia, 5-6-7 novembre 1981*, a cura di Alvisi-Balzarini-Carcano, *, Milano, 1982, 635
- CASTRONOVO, *Vaga culpa in contrahendo: invalidità responsabilità e la ricerca della chance perduta*, in *Eur. dir. priv.*, 2010, 1
- CARIELLO, *La "compensazione" dei danni con i benefici da attività di direzione e coordinamento*, in *Banca borsa*, 2005, II, 384
- CAVANNA, *La fusione*, in AIELLO-CAVALIERE-CAVANNA-CERRATO-SARALE, *Le operazioni societarie straordinarie*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, Padova, 2011, V, 2, 389
- CENTONZE M., *L'"inesistenza" delle delibere assembleari di s.p.a.*, Torino, 2008
- CERA, *Il passaggio di riserve a capitale*, Milano, 1988
- CERRAI-MAZZONI, *La tutela del socio e delle minoranze*, in *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, a cura di Abbadessa-Rojo, Milano, 1993, 339
- CERRATO *Le deleghe di competenze assembleari nelle società per azioni*, Milano, 2009
- CHIOMENTI, *La revoca delle deliberazioni assembleari*, Milano, 1969
- CIAN M., *La deliberazione negativa dell'assemblea nella società per azioni*, Torino, 2003
- CIAN M., *Clausola statutaria di prelazione e conferimento di azioni in società interamente posseduta*, in *Banca borsa.*, 2004, I, 693
- CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, 2006
- CIOCCA, *L'informazione dei soci in occasione dell'assemblea*, in *I diritti degli azionisti nelle società quotate (Commento ai d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 e 18 luglio 2012, n. 91)*, a cura di Ciocca-Marasà, Torino, 2015, 59
- COLOMBO, *La cessione dei pacchetti di controllo: considerazioni per una discussione*, in *Riv. soc.*, 1978, 1443
- COLOMBO, *Il bilancio d'esercizio*, in *Bilancio d'esercizio e consolidato. Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo-Portale, 7*, Torino, 1994, 21
- CORAPI, *Gli statuti delle società per azioni*, Milano, 1971
- COSTA, *Le riserve nel diritto delle società*, Milano, 1984
- COSTI, *Note sul diritto di informazione e di ispezione del socio*, in *Riv. soc.*, 1963, 65
- COSTI, *La Cassazione e i sindacati di voto: tra dogmi e «natura delle cose»*, in *Giur. comm.*, 2002, II, 671

- COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa-Portale, 1, Torino, 2006, 727
- COSTI-ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, VIII, Padova, 2004
- COTTINO, *Ancora dei sindacati di voto: con qualche variazione sul tema*, in *Giur. it.*, 1998, 2336
- D'ALESSANDRO, *Il diritto delle società da i «battelli del Reno» alle «navi vichinghe»*, in *Foro it.*, 1988, V, 48
- D'ALESSANDRO, *«La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata». Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2003, 34 (così citato: D'ALESSANDRO, *La provincia*)
- D'ALESSANDRO, *La tutela delle minoranze tra strumenti ripristinatori e strumenti risarcitori*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. Cian, Padova, 2004, 455
- D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2007
- D'ATTORRE, *Opz. obbligatoria statutaria e sospensione del diritto di voto*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 679
- DACCÒ, *Il diritto di recesso: limiti dell'istituto e limiti all'autonomia privata nella società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 471
- DAVIES-WORTHINGTON, *Gower and Davies' Principles of modern company law*⁹, London, 2012
- DALLA BONTÀ, *L'impugnazione delle delibere del consiglio d'amministrazione nelle società per azioni. Studio sui rapporti tra tutela specifica e tutela risarcitoria*, Padova, 2012
- DE GREGORIO, *Note sul diritto di informazione dell'azionista*, in *Riv. soc.*, 1959, 634
- DELLI PRISCOLI, *L'uscita volontaria del socio dalle società di capitali*, Milano, 2005
- DEMURO, *Fusioni e scissioni: nuove semplificazioni documentali e pubblicitarie*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 427
- DENOZZA, *Rules vs. Standards nella disciplina dei gruppi: l'inefficienza delle compensazioni « virtuali »*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 327
- DENTAMARO, *Quotazione e diritto dell'azionista al disinvestimento*, Napoli, 2005
- DESANA, *Tribunale versus Corte d'Appello nella vicenda Sai Fondiaria: due pronunce ambrosiane sulle conseguenze della violazione dell'Opz. obbligatoria*, in *Banca borsa*, 2007, II, 593
- DEUSS, *Das Auskunftsrecht des Aktionärs in der Hauptversammlung der Aktiengesellschaft nach § 112 AktG und als Problem der Aktienrechtsreform*, München-Berlin, 1962
- DIETZ, *Die Ausgliederung nach dem UmwG und nach Holz Müller. Zugleich eine Untersuchung zur Rechtsstellung des Aktionärs*, Frankfurt am Main-Berlin-Bern-Bruxelles -New York-Wien, 2000

DI RIENZO, *Art. 2445 - Riduzione del capitale sociale*, in *Delle società - Dell'azienda - Della concorrenza. Artt. 2379 - 2451*, a cura di D.U. Santosuosso, in *Commentario del codice civile*, diretto da Gabrielli, Torino, 2015, 1253

DI SABATO, *Il principio di correttezza nei rapporti societari*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa-Portale, 1, Torino, 2006, 131

DONATI, *L'invalidità della deliberazione d'assemblea delle società anonime*, Milano, 1937

EBENROTH, *Das Auskunftsrecht des Aktionärs und seine Durchsetzung im Prozeß, unter besonderer Berücksichtigung des Rechtes der verbundenen Unternehmen*, Bielefeld, 1970

ENRIQUES, *La corporate governance delle società quotate italiane: sfide e opportunità*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 493

FENGHI, *La riduzione del capitale. Premesse per una ricerca sulla funzione del capitale nelle società per azioni*, Milano, 1974

FERRI, *La tutela delle minoranze nelle società per azioni (La dottrina e la giurisprudenza dominanti)*, in *Diritto e pratica commerciale*, 1932, 3

FERRI, *Potere e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 35

FERRI jr, *Modificabilità e modificazioni del progetto di fusione*, Milano, 1998

FERRI jr, *Autonomia statutaria e mercato a confronto*, in *Riv. dir. comm.*, 1999, I, 919

FERRI jr, *In tema di interesse legittimo e disciplina delle società di capitali*, in *Dir. e giur.*, 2001

FERRI jr-GUIZZI, *Il progetto di fusione e i documenti preparatori. Decisione di fusione e tutela dei creditori*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa-Portale, 4, Torino, 2007, 229

FERRO-LUZZI F., *Regole del mercato e regole nel mercato: due vasi non comunicanti*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, II, 207

FERRO-LUZZI P., *La conformità delle deliberazioni assembleari alla legge ed all'atto costitutivo*, Milano, 1993 (rist. inalterata)

FERRO-LUZZI P., *Le operazioni con parti correlate infragruppo*, in *Le operazioni con parti correlate. Atti del Convegno. Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 19 novembre 2010*, a cura di V. Cariello, Milano, 2011, 3

FISCHER, *Die Grenzen bei der Ausübung gesellschaftlicher Mitgliedschaftsrechte*, in *NJW*, 1954, 777

FLEISCHER, *Gesetz und Vertrag als alternative Problemlösungsmodelle im Gesellschaftsrecht. Prolegomena zu einer Theorie gesellschaftsrechtlicher Regelsetzung*, in *ZHR*, 2004, 673

FOSCHINI, *Il diritto dell'azionista all'informazione*, Milano, 1959

- FOSCHINI, *Sul diritto di discussione in assemblea*, in *Riv. soc.*, 1962, 53
- FOSCHINI, *(Brevi note sulla « informazione dei soci » nel progetto di riforma)*, in *La riforma delle società di capitali in Italia. Studi e dibattiti. Atti del Convegno internazionale di studio sulla riforma della società per azioni. Venezia, 6-7-8 ottobre 1966*, II, Milano, 1968, 725 (così citato: FOSCHINI, *Brevi*)
- FOSCHINI, *L'integrazione dell'informazione nel dibattito assembleare*, in *L'informazione societaria. Atti del Convegno internazionale di studi. Venezia, 5-6-7 novembre 1981*, a cura di Alvisi-Balzarini-Carcano, **, Milano, 1982, 803
- FRÈ, *Società per azioni. Art. 2325 - 2461⁵*, in *Commentario del codice civile*, a cura di Scialoja-Branca, Bologna-Roma, 1982
- FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, 2009
- GALLETTI, *La trasformazione dell'impresa ad opera dell'organo amministrativo*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 657
- GALGANO, *Il principio di maggioranza nelle società personali*, Padova, 1960
- GALGANO, *Repliche in tema di società personali, principio di maggioranza e collegialità*, in *Riv. dir. civ.*, 1964, I, 205
- GAMBARO, *Riflessione breve sulla argomentazione giurisprudenziale*, in *Giur. comm.*, 2005, II, 769
- GAMBINO *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni (Abuso di potere nel procedimento assembleare)*, Milano, 1987
- GARCÍA-CRUCES, *Artículo 196*, in *Comentario de la ley de sociedades de capital*, a cura di Rojo-Beltrán, I, Cizur Menor, 2011, 1372
- GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista e legittimazione all'esercizio del voto nelle s.p.a. quotate*, Torino, 2012
- GATTI S., *La rappresentanza del socio nell'assemblea*, Milano, 1975
- GENOVESE, *L'invalidità dell'atto di fusione*, Torino, 1997
- GERMAIN-MAGNIER, *Traité de droit des affaires G. Ripert et R. Roblot sous la direction de Michel Germain. 2. Les sociétés commerciales²⁰*, Paris, 2011
- GHEZZI, *sub art. 2386*, in *Amministratori*, a cura di Ghezzi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Milano, 2005, 247
- GIANNELLI, *L'aumento di capitale a pagamento*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa-Portale, 3, Torino, 2007, 257
- GINEVRA, *Nullità post-conversione di delibera di emissione di obbligazioni bancarie convertibili?*, in *Giur. comm.*, 2003, II, 257
- GINEVRA, *Gli strumenti finanziari diversi da azioni e obbligazioni*, in *Diritto commerciale*, a cura di M. Cian, II, Torino, 2014, 351

- GINEVRA, *Premessa a uno studio sulla rilevanza non contrattuale della società*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso-V. Cariello-V. Di Cataldo-F. Guerrera-A. Sciarrone Alibrandi, 1, Torino, 2014, 273
- GIORGI, *Libertà di informazione e doveri di riservatezza degli amministratori nei gruppi di società*, Torino, 2005
- GRIPPO, *Deliberazione e collegialità nella società per azioni*, Milano, 1979
- GRIPPO, *L'assemblea nella società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, 16, II, Torino, 1985
- GROBFELD, *Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht*, Köln, 1994
- GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società. Le offerte pubbliche in Italia e negli USA*, Milano, 2007
- GUERRERA, *Illecito e responsabilità nelle organizzazioni collettive*, Milano, 1991
- GUERRERA, *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, Torino, 2004
- GUERRERA, sub *art. 2443*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di Niccolini-Stagno d'Alcontres, II, Napoli, 2004, 1187
- GUERRERA, *I regolamenti di gruppo*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso-Cariello-Di Cataldo-Guerrera-Sciarrone Alibrandi, 2, Torino, 2014, 1551
- GUERRERA-MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di "riorganizzazione"*, in *Riv. soc.*, 2008, 17
- GUERRERA-RESCIO, *L'aumento di capitale e la delega*, in *S.r.l. Commentario dedicato a Giuseppe B. Portale*, a cura di Dolmetta-Presti, Milano, 2011, 890
- GUIZZI, *Noterelle in tema di OPA obbligatoria, violazione dell'obbligo di offerta e interessi protetti*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, II, 251
- GUIZZI, *Gli azionisti e l'assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, in *Los derechos de los accionistas en las sociedades cotizadas. El proceso de adaptación de la Directiva 2007/36/CE, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas en España e Italia*, diretto da Abriani-Embido Irujo, Valencia, 2011, 75
- HABERSACK, *Die Mitgliedschaft – subjektives und ‚sonstiges‘ Recht*, Tübingen, 1996
- HANAU, *Der Bestandsschutz der Mitgliedschaft anlässlich der Einführung des „Squeeze Out“ im Aktienrecht. Zur Verfassungsmäßigkeit des Zwangsausschlusses*, in *NZG*, 2002, 1040
- HUECK, *Der Treuegedanke im Recht der offenen Handelsgesellschaft*, in *Festschrift für Hübner*, Jena, 1935
- HÜFFER, *Zur gesellschaftsrechtlichen Treupflicht als richterrechtlicher Generalklausel*, in *Festschrift für Ernst Steindorff zum 70. Geburtstag am 13. März 1990*, hrsg. von Baur-Hopt-Mailänder, Berlin-New York, 1990, 59

- IRRERA, *La patologia delle delibere consiliari nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 1132
- KLÖHN, *Das System der aktien- und umwandlungsrechtlichen Abfindungsansprüche*, Tübingen, 2009
- KUTUFÀ, *Azioni non emesse e autonomia nella circolazione*, Torino, 2013
- JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1964 [così citato: JAEGER, *L'interesse (1964)*]
- JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 795 [così citato: JAEGER, *L'interesse (2000)*]
- JOOST, „Holzmüller 2000“ vor dem Hintergrund des Umwandlungsgesetzes, in *ZHR*, 1999, 164
- LA MARCA, *Il danno alla partecipazione azionaria*, Milano, 2012
- LARENZ, *Methodenlehre der Rechtswissenschaft*⁶, Berlin-Heidelberg-New York, 1991
- LA SALA, *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, 2011
- LATELLA, *Informazione societaria e tutela delle minoranze nelle società quotate*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso-Cariello-Di Cataldo-Guerrera-Sciarrone Alibrandi, 1, Torino, 2014, 775
- LENER, *L'intervento in assemblea*, in *Le società di capitali. L'assemblea nelle società di capitali*, a cura di Lener-Tucci, in *Trattato di diritto privato*, diretto da Bessone, XVII, Torino, 2000, 85
- LIBERTINI, *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003. Appunti per un corso di diritto commerciale*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, 198
- LIBERTINI, *Clausole generali, norme di principio, norme a contenuto indeterminato. Una proposta di distinzione*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2011, 345
- LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza*, in *difesa dello "istituzionalismo debole"*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 669
- LIBONATI, *Clausola di gradimento e appello al risparmio diffuso*, in *Riv. dir. comm.*, 1983, I, 225
- LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, 86
- LIPARI, *Le categorie del diritto civile*, Milano, 2013
- LUCARELLI, *La scissione di società*, Torino, 1999
- LUTTER, *Die Treupflicht des Aktionärs. Bemerkungen zur Linotype-Entscheidung des BGH*, in *ZHR*, 1989, 446
- LUTTER-LEINEKUGEL, *Planmäßige Unterschiede im umwandlungsrechtlichen Minderbeitenschutz? Eine Besprechung des Beschlusses des Bayerischen Obersten Landesgerichts vom 17. September 1998*, *ZIP* 1998, 2002 – *Magna Media*, in *ZIP*, 1999, 261

- MAISANO, *L'eccesso di potere nelle deliberazioni assembleari di società per azioni*, Milano, 1968
- MARANO, *Vigilanza governativa e controllo giudiziario sulle società cooperative*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 24
- MARASÀ, *Modifiche del contratto sociale e modifiche dell'atto costitutivo*, in *Modificazioni statutarie - Recesso - Riduzione del capitale. Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo-Portale, 6*, Torino, 1993, 1
- MARCHETTI P., *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, I, 17
- MARCHETTI P., *Il potere decisionale gestorio nella s.p.a.*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. Cian, Padova, 2004, 469
- MARCHISIO, *La "corretta gestione" della società eterodiretta ed il recepimento di direttive (programmaticamente o solo accidentalmente) dannose*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 923
- MARTINO, *La definizione dei temi della riunione assembleare*, in *I diritti degli azionisti nelle società quotate (Commento ai d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 e 18 luglio 2012, n. 91)*, a cura di Ciocca-Marasà, Torino, 2015, 87
- MARTORANO F.S., *La riduzione reale del capitale sociale*, in *S.r.l. Commentario dedicato a Giuseppe B. Portale*, a cura di Dolmetta-Presti, Milano, 2011, 954
- MASSA FELSANI, *Il ruolo del presidente nell'assemblea della s.p.a.*, Milano, 2004
- MAUGERI M., *Formazione del gruppo e diritti dei soci*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, 267
- MAUGERI M., *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Milano, 2010
- MAUGERI M., *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2013, 336
- MAZZAMUTO S., *Questioni sparse al confine tra diritto comune e diritto societario*, in *Contr. e impr.*, 2006, 1485
- MAZZONI, *Operazioni con parti correlate e abusi* (relazione presentata al Convegno *A quindici anni dal t.u.f. Bilanci e prospettive*, Università Bocconi, 13-14 giugno 2013)
- MELI, *La clausola di prelazione negli statuti delle società per azioni*, Napoli, 1991
- MENGONI, *Interesse sociale ed esclusione del diritto di opzione*, in *Riv. dir. comm.*, 1955, II, 281
- MENGONI, *Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni di assemblea della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 434
- MENGONI, *Ermeneutica e dogmatica giuridica*, Milano, 1996
- MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960
- MIGNOLI, *Interesse di gruppo e società a sovranità limitata*, in *Contratto e impresa*, 1986, 729
- MIGNOLI-NOBILI, *Assemblea di società*, in *Enciclopedia del diritto*, III, Milano, 1958, 384

- MIOLA, *Tesoreria accentrata nei gruppi di società e capitale sociale*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011, 36
- MIRONE, *Il procedimento deliberativo nelle società di persone*, Torino, 1998
- MIRONE, *Il sistema tradizionale: l'assemblea*, in *Diritto commerciale*, a cura di M. Cian, II, Torino, 2014, 361
- MÖHRING, *Die Kontrollrechte der Gesellschafter*, in *Geld, Kapital und Kredit. Festschrift zum 70. Geburtstag von Heinrich Rittershausen*, Stuttgart, 1968, 357
- MONTAGNANI, sub art. 2370, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di Niccolini-Stagno d'Alcontres, I, Napoli, 2004, 495
- MONTALENTI, *Conflitto di interesse nei gruppi di società e teoria dei vantaggi compensativi*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 710
- MONTALENTI, *Operazioni intragruppo e vantaggi compensativi: l'evoluzione giurisprudenziale*, in *Giur. it.*, 1999, 2318
- MONTALENTI, *La Direttiva azionisti e l'informazione preassembleare*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 685
- MORERA, *Sull'informazione « pre-assembleare » dei soci (art. 130 T.U. della finanza)*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 826
- MOSCA, *Acquisti di concerto, partecipazioni incrociate e responsabilità per inadempimento dell'obbligo di opa. Note a margine del caso Sai-Fondiaria*, in *Riv. soc.*, 2007, 1290
- MOZZARELLI, *Attività di direzione e coordinamento e allocazione del rischio di gestione*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadesse*, diretto da M. Campobasso-Cariello-Di Cataldo-Guerrera-Sciarrone Alibrandi, 2, Torino, 2014, 1607
- MUCCIARELLI F.M., *Società per azioni e offerta pubblica d'acquisto. Le difese successive contro offerte pubbliche d'acquisto di azioni quotate*, Milano, 2004
- MUCCIARELLI F.(M.), *La riduzione del capitale per perdite*, in *S.r.l. Commentario dedicato a Giuseppe B. Portale*, a cura di Dolmetta-Presti, Milano, 2011, 962
- MÜLBERT, *Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt. Die Aktionärsrechte bei Bildung und Umbildung einer Unternehmensgruppe zwischen Verbands- und Anlegerschutzrecht*, München, 1996
- MÜLBERT, *Grundsatz und Praxisprobleme der Einwirkungen des Art. 14 GG auf das Aktienrecht*, in *Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010. Unternehmen, Markt und Verantwortung*, I, hrsg. von Grundmann-Haar-Merkel-Mülberty-Wellenhofer sowie Baum-von Hei-von Hippel-Pistor-Roth-Schweitzer, Berlin - New York, 2010, 1039
- MÜLLER-ERZBACH, *Das private Recht der Mitgliedschaft als Prüfstein eines kausalen Rechtsdenkens*, Weimar, 1948

- NAVARRINI, *Trattato teorico-pratico di diritto commerciale. IV. Diritto delle persone: i commercianti (Persone singole. Enti collettivi)*, Milano-Torino-Roma, 1920
- NIGRO A., *Tutela demolitoria e tutela risarcitoria nel nuovo diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2004, 881
- NOACK-ZETZSCHE, *Die Informationsanfechtung nach der Neufassung des § 243 Abs. 4 AktG*, in *ZHR*, 2006, 218
- NOBILI, *Contributo allo studio del diritto d'opzione nelle società per azioni*, Milano, 1958
- NOBILI, *La riduzione del capitale*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa-Portale, 3, Torino, 2007, 295
- NOBILI-SPOLIDORO, *La riduzione di capitale*, in *Modificazioni statutarie - Recesso - Riduzione del capitale. Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 6*, Torino, 1993, 195
- NOTARI-GIANNELLI, *sub art. 2346. Commento al comma 6*, in *Azioni*, a cura di Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Milano, 2008, 52
- OPPO, *Eguaglianza e contratto nelle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, I, 629
- OPPO, *La sospensione legale del voto nelle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, I, 1
- PACIELLO, *Appunti per uno studio del recesso dal gruppo*, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore, Volume III. Diritto commerciale. Società*, tomo II, Milano, 2005, 3299
- PACIELLO, *L'informazione preassembleare tra ponderazione e "affidamento" del voto*, in *Los derechos de los accionistas en las sociedades cotizadas. El proceso de adaptación de la Directiva 2007/36/CE, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas en España e Italia*, diretto da Abriani-Embid Irujo, Valencia, 2011, 149
- PALMIERI, *Scissione di società e circolazione dell'azienda*, Torino, 1999
- PATRIARCA S., *Le azioni di godimento*, Padova, 1992
- PATRONI GRIFFI A., *L'intervento all'assemblea delle azioni a voto limitato*, in *Banca borsa*, 1967, I, 330
- PAVONE LA ROSA, *Pubblicità degli atti sociali e informazione dei soci*, in *Riv. soc.*, 1966, 691
- PAVONE LA ROSA, *Le attribuzioni dell'assemblea della società per azioni in ordine al compimento di atti inerenti alla gestione sociale*, in *Riv. soc.*, 1997, 1
- PELLIZZI, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, I, 113
- PENNISI, *La disciplina delle società soggette a direzione unitaria ed il recesso nei gruppi*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa-Portale, 3, Torino, 2007, 887

PERRINO, *Artt. 2502 - 2502-bis*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di Niccolini-Stagno d'Alcontres, III, Napoli, 2004, 1960

PESCATORE S., *Sul diritto d'intervento in assemblea degli azionisti privilegiati privi di voto*, in *Riv. dir. comm.*, 1966, II, 212

PETTITI D., *Contributo allo studio del diritto dell'azionista al dividendo*, Milano, 1957

PIAZZA, *Il regime delle «invalidità» delle delibere assembleari (Prime riflessioni di un civilista)*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. Cian, Padova, 2004, 283

PINTO, *La responsabilità degli amministratori per «danno diretto» agli azionisti*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa-Portale, 2, Torino, 2006, 891

PINTO, *Funzione amministrativa e diritti degli azionisti*, Torino, 2008

PINTO, *Le competenze legali dell'assemblea nella gestione delle cooperative azionarie*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010, 39

PINTO, *Il danno cagionato dalla non conformità della deliberazione alla legge o allo statuto*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso-Cariello-Di Cataldo-Guerrera-Sciarrone Alibrandi, 1, Torino, 2014, 847

PISANI, *La società in nome collettivo. Profili organizzativi*, in *Diritto commerciale*, a cura di M. Cian, II, Torino, 2014, 93

PISANI MASSAMORMILE, *Invalidità delle delibere consiliari*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa-Portale, 2, Torino, 2006, 513

PISCITELLO, *Società di persone a struttura aperta e circolazione delle quote. Modelli legali ed autonomia statutaria*, Torino, 1995

PISCITELLO, *Recesso ed esclusione nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa-Portale, 3, Torino, 2007, 715

PORTALE, *“Minoranze di blocco” e abuso del voto nell'esperienza europea: dalla tutela risarcitoria al “gouvernement des juges”?*, in *La tutela delle minoranze nelle società quotate. Studi in memoria di Alessandro Cerrai*, a cura di Piras, Pisa, 2004, 33 (così citato: PORTALE, *Minoranze*)

PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Capitale - Euro e azioni - Conferimenti in danaro. Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo-Portale, 1**, Torino, 2004, 1

PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa-Portale, 2, Torino, 2006, 3

PREITE, *L'“abuso” della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Milano, 1992

- PRESTI, *Amministrazione e controllo nelle cooperative*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadessa-Portale, 4, Torino, 2007, 965
- PRESTI, *Dum Romae consulitur (Note in tema di relazione sul governo societario e "bilancio organizzativo")*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011, 512
- RACUGNO, *Le modificazioni del capitale sociale nella nuova s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2003, 810
- RAISER-VEIL, *Recht der Kapitalgesellschaften*⁵, München, 2010
- RESCIO, *I patti parasociali nel quadro dei rapporti contrattuali dei soci*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadessa-Portale, 1, Torino, 2006, 445
- RESCIO, *Iscrizione di punti all'ordine del giorno e presentazione di proposte di delibera: direttiva azionisti e normativa italiana di attuazione a confronto*, in *Los derechos de los accionistas en las sociedades cotizadas. El proceso de adaptación de la Directiva 2007/36/CE, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas en España e Italia*, diretto da Abriani-Embid Irujo, Valencia, 2011, 199
- REVIGLIONO, *Il recesso nella società a responsabilità limitata*, Milano, 2008
- RIVOLTA, *La partecipazione sociale*, Milano, 1965
- RÖHRICHT, *Die Rechtsstellung der außenstehenden Aktionäre beim Beitritt zum Beherrschungsvertrag*, in *ZHR*, 1998, 249
- ROLLI, *Causa in astratto e causa in concreto*, Padova, 2008
- RORDORE, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 773
- ROSSANO, *Rapporto tra la tutela reale e la tutela obbligatoria degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, I, 373
- ROSSI G., *Utile di bilancio riserve e dividendo*, Milano, 1957
- ROSSI S., *Il voto extrassembleare nelle società di capitali*, Milano, 1997
- ROSSI S., *Diritti di partecipazione degli azionisti e collegialità nell'assemblea delle società quotate*, in *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber amicorum Pietro Abbadessa, diretto da M. Campobasso-Cariello-Di Cataldo-Guerrera-Sciarrone Alibrandi, 1, Torino, 2014, 879
- SACCHI, *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. - Profili procedurali*, in *Assemblea. Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo-Portale, 3*, Torino, 1994, 201
- SACCHI, *Sulla responsabilità da direzione e coordinamento nella riforma delle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 661

SACCHI, *L'interesse sociale nelle operazioni straordinarie*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger. Atti del convegno. Milano, 9 ottobre 2009*, Milano, 2010, 135

SACCHI, *Gli effetti della sentenza che accoglie l'impugnazione di delibere assembleari di s.p.a.*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, a cura di Benazzo-Cera-Patriarca S., Torino, 2011, 553

SACCHI, *Il conflitto di interessi dei creditori nel concordato*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso-Cariello-Di Cataldo-Guerrera-Sciarrone Alibrandi, 3, Torino, 2014, 3131

SÁNCHEZ CALERO, *Instituciones de derecho mercantil. I²³*, Madrid, 2000

SANFILIPPO, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, Torino, 2000

SANFILIPPO, *Clausola di «designazione» di amministratori di società cooperativa da parte di «diverse categorie di soci» e poteri del giudice del registro*, in *Giur. comm.*, 2002, II, 467

SANFILIPPO, *Il controllo di meritevolezza sugli statuti di società: per un'applicazione alla funzione amministrativa di s.p.a.*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso-Cariello-Di Cataldo-Guerrera-Sciarrone Alibrandi, 1, Torino, 2014, 561

SANTAGATA C., *Informazione dei soci nelle delibere di fusione*, in *Società*, 1989, 481

SANTAGATA C., *Le fusioni*, in *Fusione – Scissione. Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo-Portale, 7*1, Torino, 2004

SANTAGATA R., *Patrimoni destinati e rapporti intergestori. I conflitti in società multidivisionali*, Milano, 2008

SCHILLING, *Grundlagen eines GmbH-Konzernrechts*, in *Strukturen und Entwicklungen im Handels-, Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht. Festschrift für Wolfgang Hefermehl*, München, 1976, 383

SCHMIDT K., *Gesetzliche Gestaltung und dogmatisches Konzept eines neuen Umwandlungsgesetzes – Überlegungen zur legislatorischen Praxis und Theorie* –, in *ZGR*, 1990, 580

SCHMIDT K., *Macroton oder: weitere Ausdifferenzierung des Aktionärsschutzes durch den BGH*, in *NZG*, 2003, 601

SCHNEIDER U.H., *Die Inhaltskontrolle von Gesellschaftsverträgen*, in *ZGR*, 1978, 1

SCHNORBUS, *Gestaltungsfreiheit im Umwandlungsrecht. Das Verhältnis des UmwG zu Strukturmaßnahmen außerhalb seines Anwendungsbereiches im System des deutschen und europäischen Umwandlungsrechts*, Baden-Baden, 2001

SCHOCKENHOFF, *Gesellschaftsinteresse und Gleichbehandlung beim Bezugsrechtsausschluß*, Köln-Berlin-Bonn-München, 1988

- SCHÖN, *Der Aktionär im Verfassungsrecht*, in *Festschrift für P. Ulmer zum 70. Geburtstag am 2. Januar 2003*, hrsg. von Habersack-Hommelhoff-Hüffner-Schmidt, Berlin, 2003, 1359
- SCHWAB, § 241, in *Aktiengesetz. Kommentar*, hrsg. von Schmidt, Lutter, II. Band. §§ 150 – 410, Köln, 2008, 2244
- SCIALOJA A., *Sulle cosiddette assemblee totalitarie delle società per azioni*, in *Foro it.*, 1931, I, 304
- SCIMEMI, *La vendita del voto nelle società per azioni*, Milano, 2003
- SCIUTO, *Autonomia ed eteronomia nel modello organizzativo*, in *La cooperativa - s.r.l. tra legge e autonomia statutaria*, a cura di Cusa, Padova, 2008, 29
- SCIUTO-SPADA, *Il tipo della società per azioni*, in *Tipo - Costituzione – Nullità. Trattato delle società per azioni* diretto da Colombo-Portale, 1*, Torino, 2004, 1
- SCOGNAMIGLIO G., *Le fusioni e le scissioni «semplificate» nella riforma del diritto societario*, in *Riv. not.*, 2003, 889
- SCOGNAMIGLIO G., *Interesse sociale e interesse di gruppo*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger. Atti del convegno. Milano, 9 ottobre 2009*, Milano, 2010, 115
- SERRA, *Il procedimento assembleare*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa-Portale, 2, Torino, 2006, 35
- SIMONETTO, *Responsabilità e garanzia nel diritto delle società*, Padova, 1959
- SIMONETTO, *Società, contratto a prestazioni corrispettive e dividendo come frutto civile*, in *Banca borsa*, 1962, I, 487
- SOPRANO, *Trattato teorico-pratico delle società commerciali*, I, Torino, 1934
- SPADA, *La tipicità delle società*, Padova, 1974
- SPADA, *Autorità e libertà nel diritto della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1996, I, 703
- SPADA, *Diritto commerciale. II. Elementi²*, Padova, 2009
- SPERANZIN, *Questioni in tema di aumento del capitale «delegato agli amministratori» nella s.r.l.*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*. Liber amicorum Antonio Piras, Torino, 2010, 885
- SPERANZIN, *Art. 2443*, in *Commento agli articoli 2380-2451 del Codice Civile. Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da d'Alessandro, II, 2, Padova, 2011, 879
- SPERANZIN, *Diritto di sottoscrizione e tutela del socio nella s.r.l.*, Torino, 2012
- SPOLIDORO, *Effetti patrimoniali e rappresentazione contabile della fusione inversa*, in *Società*, 2000, 333
- SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Riv. soc.*, 2015, 134
- STAGNO D'ALCONTRES, *Informazione dei soci e tutela degli azionisti di minoranza nelle società quotate*, in *La*

tutela delle minoranze nelle società quotate. Studi in memoria di Alessandro Cerrai, a cura di Piras, Pisa, 2004, 89

STAMATOPOULOS, *Die Pflichtenstellung des Vorstands der Aktiengesellschaft und der Schutz der Aktionäre beim bezugsrechtsfreien genehmigten Kapital im deutschen Aktienrecht unter Berücksichtigung des europäischen und griechischen Aktienrechts*, München, 2007

STANGHELLINI, *Articolo 2355-bis*, in *Azioni. Artt. 2346 – 2362 c.c.*, a cura di Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Milano, 2008, 559

STELLA RICHTER jr M., *La collegialità del consiglio di amministrazione tra ponderazione dell'interesse sociale e composizione degli interessi sociali*, in *Amministrazione e amministratori di società per azioni*, a cura di Libonati, Milano, 1995, 277

STELLA RICHTER jr M., *“Trasferimento del controllo” e rapporti tra soci*, Milano, 1996 (così citato: M. STELLA RICHTER jr, *Trasferimento*)

STELLA RICHTER jr M., *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 389

STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi*, in *Riv. soc.*, 2012, 605

TANTINI, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nella società per azioni*, Padova, 1973

TIMM, *Zur Sachkontrolle von Mehrheitsentscheidungen im Kapitalgesellschaftsrecht — dargestellt am Beispiel „strukturverändernder Entscheidungen“*, in *ZGR*, 1987, 403

TIMM, *Einige Zweifelsfragen zum neuen Umwandlungsrecht*, in *ZGR*, 1996, 247

TOFFOLETTO, *L'autonomia privata e i suoi limiti nel recesso convenzionale del socio di società di capitali*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 347

TOLA, *Opia e tutela delle minoranze*, Napoli, 2008

TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, 1082

TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, Milano, 2010

TOMBARI, *Principi e problemi di “diritto societario della crisi”*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadesse*, diretto da M. Campobasso-Cariello-Di Cataldo-Guerrera-Sciarrone Alibrandi, 3, Torino, 2014, 2835

TRIMARCHI, *L'invalidità delle deliberazioni di assemblea di società per azioni*, Milano, 1948

TUCCI A., *Gestione dell'impresa sociale e “supervisione” degli azionisti. L'esperienza italiana a confronto con la disciplina delle public companies nordamericane*, Milano, 2003

TUCCI A., *La violazione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto. Rimedi e tutele*, Milano, 2008

- VALZER, *Il potere di direzione e coordinamento di società tra fatto e contratto*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa-Portale, 3, Torino, 2007, 831
- VALZER, *Le responsabilità da direzione e coordinamento di società*, Torino, 2011
- VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, Torino, 2012
- VEIL, *Aktuelle Probleme im Ausgliederungsrecht*, in ZIP, 1998, 361
- VENDITTI, *Collegialità e maggioranza nelle società di persone*, Napoli, 1955
- VENTORUZZO, *Brevi note sul diritto di recesso in caso di direzione e coordinamento di società (art. 2497-quater c.c.)*, in *Riv. soc.*, 2008, 1179
- VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Milano, 2012
- VERRUCOLI, *La società cooperativa*, Milano, 1958
- VERSE, *Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften*, Tübingen, 2006
- VICARI, *Gli azionisti nella fusione di società*, Milano, 2004
- VISENTINI, *Azioni di società*, in *Enciclopedia del diritto*, IV, Milano, 1959, 967
- VITALE, *Contributo allo studio della partecipazione sociale*, Milano 1965
- VITALI, *Le azioni riscattabili*, Milano, 2013
- VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale⁵. II. Le società commerciali*, Milano, 1929
- VIVANTE, *Le assemblee senza convocazione*, in *Riv. dir. comm.*, 1931, I, 186
- WAGNER, *Schadensberechnung im Kapitalmarktrecht*, in ZGR, 2008, 495
- WEBER, *Vormitgliedschaftliche Treubindungen. Begründung, Reichweite und Vorauswirkung gesellschaftsrechtlicher Treupflichten*, München, 1999
- WEIGMANN, *I doveri di collaborazione degli azionisti*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger. Atti del convegno. Milano, 9 ottobre 2009*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 2010, 63
- WEIGMANN, *L'assemblea come organo collegiale o come procedimento*, in *Los derechos de los accionistas en las sociedades cotizadas. El proceso de adaptación de la Directiva 2007/36/CE, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas en España e Italia*, diretto da Abriani-Embido Irujo, Valencia, 2011, 329
- WEISS, *Die Berücksichtigung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens bei der Bestimmung von Abfindung und Ausgleich im aktienrechtlichen Spruchstellenverfahren*, in *Festschrift für Johannes Semler zum 70. Geburtstag am 28. April 1993. Unternehmen und Unternehmensführung im Recht*, hrsg. von Bierich-Hommelhoff-Kropff, Berlin-New York, 1993, 631

WIEDEMANN, *Die Übertragung und Vererbung von Mitgliedschaftsrechten bei Handelsgesellschaften*, München-Berlin, 1965

WIEDEMANN, *Zu den Treupflichten im Gesellschaftsrecht*, in *Festschrift für Theodor Heinsius zum 65. Geburtstag am 25. September 1991*, hrsg. von Kübler-Mertens-Werner, Berlin-New York, 1991, 949

WIEDEMANN, *Minderheitsrechte ernstgenommen. Gedanken aus Anlaß der Magna Media-Entscheidung BayObLG ZIP 1998, 2002*, in *ZGR*, 1999, 857

WIEDEMANN, *Identität beim Rechtsformwechsel*, in *ZGR*, 1999, 568

WISCHENBART, *Informationsbedarf und Informationsrecht im Gesellschaftsrecht unter vergleichender Berücksichtigung des österreichischen Rechts*, Frankfurt am Main-Bern-New York, 1986

WOHLLEBEN, *Informationsrechte des Gesellschafters*, Köln-Berlin-Bonn-München, 1989

WOLANY, *Rechte und Pflichten des Gesellschafters einer GmbH*, Köln, 1964

WÜRDINGER, *Aktienrecht und das Recht der verbundenen Unternehmen. Eine systematische Darstellung*⁴, Heidelberg-Karlsruhe, 1981

ZANARONE, *La clausola di amministrazione disgiuntiva nella società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 1979, 90

ZANARONE, *L'invalidità delle deliberazioni assembleari*, in *Assemblea. Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo-Portale, 3**, Torino, 1993, 185

ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Il codice civile. Commentario*, fondato da P. Schlesinger e diretto da F.D. Busnelli, Milano, 2010

ZÖLLNER, *Grundsatzüberlegungen zur umfassenden Umstrukturierbarkeit der Gesellschaftsformen nach dem Umwandlungsgesetz*, in *Festschrift für Carsten Peter Clausen zum 70. Geburtstag*, hrsg. von Martens-Westermann-Zöllner, Köln-Berlin-Bonn-München, 1997, 423