ONE SHARE – ONE VOTE E STERILIZZAZIONE DEL VOTO PLURIMO NELLA CRISI: RISCHI DI INCOMPATIBILITÀ CON IL DIRITTO UE E LA CEDU

FABRIZIO SUDIERO

SOMMARIO: 1. Premessa; 2. Il valore "contrattuale", "partecipativo" o non (meramente) monetario della partecipazione sociale; 3. Lo *shifting duties* nella crisi e la tendenziale neutralità delle procedure concorsuali rispetto alle regole di organizzazione societaria; 4. La disciplina italiana; 5. Sterilizzazione del voto multiplo e compatibilità con il diritto unionale (e ancor prima costituzionale); 6. (segue) … e con la CEDU; 7. Conclusioni: alcune proposte.

1. Premessa

Obiettivo di questo lavoro non è quello di esaminare la posizione dei soci nella crisi né, in particolare, quello di sottolineare il rilevante potere oggi posto in capo agli amministratori rispetto alla posizione sostanzialmente recessiva dei soci a vantaggio del ceto creditorio o della continuità aziendale.

L'intento è piuttosto quello di comprendere, nel contesto dell'approvazione della riforma del TUF[1], la sorte delle prerogative di voto rafforzato nella crisi e, più precisamente, se e in che misura l'ordinamento possa "sterilizzare" il voto

[1] Lo scorso 8 ottobre il Consiglio dei Ministri, con un apposito comunicato stampa, ha approvato in esame preliminare il decreto legislativo di attuazione della delega contenuta nella L. 5 marzo 2024, n. 21, c.d. Legge Capitali.

Riproduzione riservata

plurimo (art. 2351 c.c.)[2] – e, invero, anche il voto maggiorato (art. 127-*quinquies* TUF) – senza oltrepassare i limiti imposti dal diritto dell'Unione europea e dalla CEDU.

Il rischio, peraltro, non è "solo" giuridico. Ad una prima lettura degli art. 120-*bis* ss. CCII sembrerebbe infatti possibile sacrificare, in ragione peraltro della sola «crisi» o, addirittura, passando per l'art. 23 CCII, della «pre-crisi», sull'altare delle continuità aziendale e dei diritti dei creditori, pressoché ogni diritto anche c.d. "partecipativo" del socio, acquisendone il consenso mediante la sostanziale sterilizzazione di sue eventuali prerogative: con evidenti rischi di colpi di mano e buona pace dell'attrattività degli investimenti nel nostro Paese.

Per affrontare il tema, occorre succintamente inquadrare, in questa prospettiva, tre assunti di fondo.

2. Il valore "contrattuale", "partecipativo" o non (meramente) monetario della partecipazione sociale.

Occorre partire dall'indagine sulla natura della partecipazione sociale. Al di là della sua configurabilità quale bene mobile, fascio di diritti, posizione contrattuale obiettivata o altre più o meno fortunate definizioni[3], ciò che mi è parso di poter già

[2] Per primi commenti alla Legge Capitali, in tema di voto plurimo, v. SANDRELLI, sub *artt. 13 e 14*, in *Commentario alla Legge Capitali*, a cura di Marchetti e Ventoruzzo, Pisa, 2024, 107 ss.; LAMANDINI, *La disciplina incompiuta di voto plurimo e voto maggiorato: legiferare per paura o con un disegno di politica industriale?*, in *Soc.*, 2024, 835 ss.; BINI, *Il super-voto* (one share-ten votes)*: quando e a chi serve?*, in *Soc*., 2024, 843 ss.; SCIPIONE, sub *artt. 13 e 14, in Legge Capitali*. Commentario a cura di Martina, Rispoli Farina, Santoro, Torino, 2024, 144 ss., POLLASTRO, *La nuova disciplina del voto plurimo (art. 13) e La nuova disciplina del voto maggiorato (art. 14)*, in *La Legge Capitali e la riforma dei mercati (II parte),* a cura di Callegari e Desana, in *Giur. It*., 2024, 2731 ss.

[3] È noto, infatti, il fitto dibattito esistente sulla natura della quota sociale, quale: bene mobile (v., in dottrina, ad esempio: G.F. CAMPOBASSO, *Diritto delle società*, 8a ed., Milano, 2013; BUONOCORE, *Le società. Disposizioni generali*, in *Commentario al codice civile*, diretto da Schlesinger, Milano, 2000; MARASÀ, *Le società in generale*, in *Tratt. Iudica-Zatti*, Milano, 2000; in giurisprudenza, ad esempio v.: Cass., 2 febbraio 2009, n. 2569, in *www.ilcaso.it*; Id., 12 dicembre 1986, n. 7409, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1987, I, 499; Id., 27 gennaio 1984, n. 640, in *Giust. civ.*, 1984, I, 3090; Id., 18 febbraio 1985, n. 1355, in *Giur. comm.*,

sostenere[4] è che la sua peculiarità è dettata dall'essere una particolare manifestazione del diritto di proprietà nel diritto societario: con l'atto di conferimento, la società diviene titolare di beni e diritti del socio conferente, il quale, come contropartita, riceve, proporzionalmente, una quota, non direttamente del patrimonio sociale così costituito (come avverrebbe se i concetti di società e di comunione si equivalessero), ma di

1985, II, 437); diritto di credito del socio verso la società (in giurisprudenza: Cass., 11 luglio 1962, n. 1835, in *Riv. dir. comm*., 1963, II, 191; Id., 14 marzo 1957, n. 859, in *Giust. civ.*, 1957, I, 1283, App. Roma, 8 settembre 1981, in *Giur. comm.*, 1983, II, 656; App. Torino, 9 marzo 1955, in *Foro pad.*, 1955, I, 6; Trib. Milano, 18 gennaio 1987, in *Soc.*, 1987, 508; in dottrina: REVIGLIONO, *Il trasferimento della quota di società a responsabilità limitata*. *Il regime legale*, Milano, 1998, 14 ss.; STOLFI, *Una questione sull'articolo 670 c.p.c.*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1954, I, 844; GIULIANI, *Sul pegno di quote di partecipazione a società di capitali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1952, II, 495; BRUNETTI, *Trattato del diritto delle società*, Milano, 1950, 113 ss.; ANDRIOLI, *Misure cautelari ed esecutive su quota di società a r.l*, in *Foro it.*, 1948, I, 444; VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*, Milano, 1937, 16); mera posizione contrattuale (SANTINI, sub *artt. 2472-2497* bis, *Della società a responsabilità limitata*, in *Commentario del codice civile*, diretto da Scialoja e Branca, Bologna - Roma, 1984, 101 ss.); diritto *sui generis*, appartenente ad un *tertium genus* non ricon ducibile né ai diritti reali né a quelli personali (CARNELUTTI, *Teoria giuridica della circolazione*, Padova, 1933, 40; RIVOLTA, *La partecipazione sociale*, Milano, 1965, 264 ss.; ASQUINI, *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, in *Scritti giuridici*, Milano, 1961, III, 184; PASTERIS, *Premesse ad una indagine sulla natura giuridica dei diritti patrimoniali del socio nelle società*, in *Riv. dir. comm.*, I, 1958, 196; in giurisprudenza, v. App. Firenze, 2 marzo 1955, in *Giust. civ.*, *Massimario App. Firenze*, 1955, 26); insieme di diritti individuali derivanti dall'adesione al contratto di società (VIGHI, *I diritti individuali degli azionisti*, Parma, 1902, 30). È stata invece superata la tesi, peraltro sostenuta sostanzialmente solo nelle società di persone, che attribuiva alla quota il valore di comproprietà sui beni comuni ancorché si tratti di quote di un patrimonio di destinazione o patrimonio di scopo (F. FERRARA JR., F. CORSI, *Le società*, 15a ed., Milano, 2011; F. SANTORO PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 1954). Sul tema si veda in generale, specie per i rapporti tra quote di s.r.l. e azioni, il contributo di CAGNASSO, *La "lunga marcia" di avvicinamento delle partecipazioni di s.r.l. alle azioni*, nota a Cass., 18 agosto 2017, n. 20170 e a Trib. Milano, sez. impresa, 9 maggio 2017, in *Giur. it.*, 2017, 2429, nonché, con specifico riferimento alle s.r.l., SCIUTO, *Le Quote di partecipazione*, in AA.VV., *Le società a responsabilità limitata*, diretto da Ibba e Marasà, Milano, 2020, 413 ss.

[4] Di seguito una sintesi di alcuni passaggi tratti dal mio *La tutela risarcitoria del socio tra danno diretto e danno riflesso*, Torino, 2020 cui mi permetto di rinviare.

Riproduzione riservata

"partecipazione" all'attività sociale ed ai suoi eventuali risultati, intesa come insieme di diritti amministrativi e patrimoniali. Una quota che, quindi, in questa prospettiva, parrebbe esprimere, oltre ad un valore più schiettamente "monetario" e derivante da quello del patrimonio sociale e della sua redditività, un valore rappresentativo delle predette prerogative sociali, ovvero dell'insieme dei diritti amministrativi e patrimoniali del socio e che potrebbe definirsi "partecipativo" [o "contrattuale" o, in contrapposizione al primo, "non (meramente) monetario"].

Di qui la nota distinzione tra *danno riflesso* e *danno diretto*: il primo, a differenza del secondo, tendenzialmente non risarcibile direttamente in capo al socio, salvo casi eccezionali come accade ai sensi dell'art. 2497 c.c. La *ratio*, come noto, è tradizionalmente rinvenibile nell'art. 2395 c.c. che limiterebbe i diritti risarcitori del socio al solo danno c.d. *diretto*, quale scelta di sistema del legislatore volta ad incanalare ogni pregiudizio arrecato al patrimonio sociale in favore della società onde evitare (i) il rischio di una duplice riparazione del medesimo danno[5]; (ii) il connesso problema della potenziale concorrenza di pretese[6]; (iii) il pericolo delle cc.dd. "fuoriuscite volontarie" di attivo sociale in favore dei soci[7] (ove, infatti, il socio fosse

[5] Così già VIVANTE (*Trattato di diritto commerciale*, II, *Le società commerciali*, Milano, 1929, 356) osservava che «l'insuperabile difficoltà di conciliare l'azione della società con quella individuale» risiedesse, fra l'altro, nel pericolo che gli amministratori «dovessero reintegrare tanto la società quanto gli azionisti».

[6] Così, a proposito del problema della *Konkurrenzsperre*, in una pospettiva comparatistica, BARNERT, *Die Gesellschafterklage im dualistischen System des Gesellschaftsrecht*, Tübingen, 2003, 174.

[7] CETRA, *L'impresa collettiva non societaria*, Torino, 2003, 144. Del resto, infatti, esistono, da un lato, le regole dirette a tutelare il vincolo verso fuoriuscite cc.dd. "involontarie" di patrimonio sociale che trovano espressione, in ultima istanza, nella regola del "ricapitalizza o liquida", dall'altro, quelle dirette a tutelare il vincolo verso le "fuoriuscite volontarie" di patrimonio sociale verso il patrimonio individuale dei soci. Quanto a queste ultime, la restituzione di valori patrimoniali ai soci è subordinata a varie condizioni ed è ammessa soltanto, almeno finché il vincolo sul patrimonio è in essere, entro il limite degli utili o delle riserve disponibili e presuppone una decisione collettiva. Pertanto, secondo questa tesi, destinare in favore del socio la riparazione di un pregiudizio rispetto al quale il patrimonio sociale non è indifferente, consisterebbe, nella sostanza, nel

Riproduzione riservata

destinatario del risarcimento del danno riflesso, «verrebbe a ritirare, per obliqua via, una parte del capitale conferito, prima che i creditori sociali siano soddisfatti; si verrebbe cioè a ridurre il capitale senza le garanzie volute dalla legge»[8]).

A mio sommesso avviso, tuttavia, la norma pare individuare specificamente un'area autonoma di danno risarcibile, assegnando alla posizione del socio, o, meglio, alle prerogative connesse alla partecipazione sociale (ovvero al suo poc'anzi menzionato valore "partecipativo"), il rango di diritto soggettivo risarcibile[9].

Il punto è di centrale rilevanza per il prosieguo della trattazione e peraltro sembrerebbe avallato, come si vedrà *infra*, dalla giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell'uomo allorché riconosce le prerogative contrattuali della partecipazione sociale come manifestazione del diritto di proprietà tutelato dalla relativa Convenzione.

3. Lo shifting duties nella crisi e la tendenziale neutralità delle procedure concorsuali rispetto alle regole di organizzazione societaria

Seconda premessa essenziale è rappresentata dal tradizionale mutamento di paradigma di riferimento nella crisi: da un modello *shareholder-oriented* ad uno *creditor-oriented*.

Il paradigma dello *"shift of the fiduciary duties"* di stampo anglossassone si fonda, come noto, sull'assunto per cui nelle società in crisi i creditori divengono i *residual owners* del patrimonio sociale e pertanto gli amministratori devono orientare la gestione nel loro prevalente interesse[10].

---

legittimare una "fuoriuscita volontaria" di elementi attivi verso il socio, in violazione delle predette norme con conseguente pregiudizio per gli altri soci e dei creditori sociali.

[8] VIGHI, *I diritti individuali degli azionisti*, cit., 124. Analogamente v. PINTO, *La responsabilità degli amministratori per "danno diretto" agli azionisti*, cit., 929.

[9] Per le relative argomentazioni sia concesso il rinvio a Sudiero, *op.cit.*, 17 ss.

[10] V., per tutti, KEAY, *The Shifting of Directors' Duties in the Vicinity of Insolvency*, in *Int. Insolv. Rev.*, v. 24, 2015, 140 ss. Nell'ordinamento italiano cfr.: VATTERMOLI, *La posizione dei soci nelle ristrutturazioni. Dal principio di*

Il Codice della crisi sembra porsi in continuità con questa idea, come dimostrato dall'art. 4, comma 2, lett. c. CCII che impone al debitore, nei «*procedimenti*», di agire nell'interesse prioritario dei creditori ma con diverse intensità, con la precisazione che, nel corso della *composizione negoziata*, il riferimento in questione sembra, invece, più cangiante: egli deve agire, infatti, senza «pregiudicare ingiustamente i creditori», ma in caso di *crisi* deve evitare il «pregiudizio alla sostenibilità economico – finanziaria dell'attività» e in caso di *insolvenza* deve tutelare «l'interesse prevalente dei creditori»[11].

---

neutralità organizzativa alla residual owner doctrine?, in *Riv. soc.*, 2018, 888 ss. e, già ante Codice della crisi, STANGHELLINI, *La crisi d'impresa tra diritto ed economia. Le procedure di insolvenza,* Bologna, 2007, 40 ss., BRIZZI, *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi,* Torino, 2015, 112 ss.; LUCIANO, *La gestione della s.p.a. nella crisi pre-concorsuale,* Milano, 2016, 72 ss.

[11] Sul punto, tra gli altri, FORTUNATO, *Codice della crisi e Codice civile: impresa, assetti organizzativi e responsabilità*, in *Riv. soc*., 2019, 990, ove la precisazione che non risulta per questo cancellato ogni «spazio di discrezionalità gestoria nella ragionevole scelta del rimedio». E per il rilievo che resta comunque ferma la facoltà dell'organo amministrativo, al cospetto di una condizione connotata da semplice crisi, di perseguire in via prevalente l'interesse dei creditori optando per il ricorso a uno dei rimedi concorsuali v. AMBROSINI, *Doveri degli amministratori di s.p.a.*, Business Judgment Rule *e azioni di responsabilità alla luce del codice della crisi*, in Trattato delle società per azioni, diretto da Donativi, Milano, 2022, 2081, il quale soggiunge che «l'adozione di un tale strumento in presenza invece di una situazione di difficoltà non ancora integrante i veri e propri e estremi della crisi potrebbe in certi casi costituire un'ipotesi di *overdeterrence*» (BORDIGA, *Gli obblighi degli amministratori nel contesto del "Codice della crisi e dell'insolvenza",* in *Assetti aziendali, crisi d'impresa e responsabilità della banca,* a cura di Ambrosini, Pisa, 2023, 281 si esprime *tout court* in termini di «abuso degli amministratori»). Quanto poi alla situazione di probabilità di crisi (c.d. *pre-crisi*), di cui parla l'art. 12 CCII, ma non l'art. 21 CCII, si è osservato che questa lacuna «pare ascrivibile a un difetto di coordinamento fra le due norme, senza che ciò escluda che anche in condizioni di precrisi operi il divieto di arrecare pregiudizio alla sostenibilità economico finanziaria dell'attività, ancorché sancito espressamente dall' art. 21 con esclusivo riguardo allo stato di crisi» (AMBROSINI, *Gestione dell'impresa e responsabilità di amministratori e sindaci di società per azioni*, di prossima pubblicazione per i tipi della Utet Giuridica, consultato grazie alla cortesia dell'Autore): per concludere che il complesso di norme del Codice della crisi «va nel senso di confermare l'impostazione della c.d. *duty shifting doctrine*, in base alla quale nelle situazioni in esame lo scopo di lucro proprio della

Inoltre, è previsto il dovere di adottare misure conservative, ma, sembrerebbe, solo nelle ipotesi di scioglimento (art. 2486 c.c.), e di attivarsi senza indugio per superare la crisi e recuperare la continuità aziendale (art. 2086 c.c.)[12].

In questa prospettiva – e qui veniamo alla terza premessa – risulta definitivamente scolpito dagli artt. 120-*bis* ss. CCII, come già rilevato, il tramonto, nella crisi, della c.d. «*shareholder primacy*»[13] e integralmente scalfita la tradizionale regola della neutralità delle procedure concorsuali rispetto alle regole di organizzazione societaria[14], ossia l'idea che il concorso non debba (o non possa) riscrivere la costituzione interna della società se non in misura limitata.

Sembrerebbero chiari, in quest'ottica, i *Considerando nn. 47, 57* e *96* e i "rispettivi" artt. 12 e 32 della Direttiva 2019/1023/UE (Direttiva *Insolvency*), che sottolineano: (i) la necessità di evitare che minoranze possano bloccare ristrutturazioni ragionevoli; (ii) la possibilità di negare agli azionisti il diritto di voto quando il valore della partecipazione, secondo le regole della priorità nel caso di liquidazione, sarebbe pari a zero; (iii) il principio secondo cui il diritto della crisi può prevalere sul diritto

società azionaria va temperato con lo scopo di protezione del ceto creditorio e in caso di insolvenza collocato in secondo piano rispetto a quest'ultimo».

[12] Non è naturalmente questa la sede per comprendere i complessi confini tra i doveri in presenza di stadi rilevanti per il diritto della crisi (ossia pre-crisi, crisi e insolvenza) e quelli che scattano in caso di scioglimento e, quindi, rilevanti per il diritto societario (sul punto, v. per tutti, BARCELLONA, Business judgment rule *e interesse sociale nella "crisi"*, Milano, 2020, *passim* e ivi riff.).

[13] Così, per tutti, AMBROSINI, *Il sacrificio dei soci sull'altare della ristrutturazione: definitivo tramonto della* shareholder's primacy, in *Dir. Fall.*, 2025, 499 ss. e ivi riff. In dottrina, a ridosso dell'attuazione della direttiva *Insolvency*, si era già segnalato che le modifiche nel nostro ordinamento avrebbero portato a compimento la parabola che ha visto i soci passare da coautori a destinatari della proposta concordataria con i creditori (v. M. CAMPOBASSO, *La posizione dei soci nel concordato preventivo della società*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2023, 166 ss.).

[14] M. CAMPOBASSO, *op.cit.*, 2023, 166 ss. e già GUERRERA, *L'espansione della regola di competenza esclusiva degli amministratori nel diritto societario della crisi fra dogmatismo del legislatore e criticità operative,* in *Riv. soc.*, 2022, 1271 ss.

societario nella misura necessaria per evitare abusi degli azionisti.

Il tema va, invero, approfondito.

4. La disciplina italiana

Gli artt. 120-*bis* e ss. CCII mettono al centro della ristrutturazione gli amministratori, i quali sono titolari esclusivi (i) della competenza a proporre l'accesso a uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza e (ii) del potere di decidere il contenuto della proposta e delle condizioni del piano; (iii) né ai soci è data possibilità di rimuoverli, essendo la revoca inefficace, in assenza di una giusta causa, dal momento dell'iscrizione della decisione nel registro delle imprese.

Il piano può prevedere «qualsiasi modificazione dello statuto della società debitrice», incluse operazioni sul capitale, con limitazione o esclusione del diritto di opzione, operazioni straordinarie nonché «altre modificazioni che incidono direttamente sui diritti di partecipazione dei soci» (art. 120-*bis*, comma 2 CCII).

In tali casi è obbligatoria la formazione di una o più classi di soci se lo statuto, a seguito delle modifiche previste dal piano, riconosce diritti diversi (art. 120-*ter* CCII).

Le modificazioni avvengono con la sentenza di omologazione e il tribunale demanda agli amministratori il compimento degli atti esecutivi che, in caso di inerzia, sono posti in essere da un amministratore giudiziario all'uopo nominato (art. 120-*quinquies* CCII).

I soci, onde tutelare la propria posizione: (i) hanno (esclusivamente) il diritto di essere informati dagli amministratori dell'avvenuta decisione di accesso a uno strumento e periodicamente del suo andamento (art. 120-*bis*, comma 3, CCII); (ii) possono presentare (se titolari di almeno il 10% del capitale) proposte concorrenti ex art. 90 (art. 120-*bis,* comma 5*,* CCII); (iii) possono votare contro la proposta (altrimenti vale la regola del silenzio-assenso), ma, all'interno della classe, in misura «proporzionale alla quota di capitale posseduta anteriormente alla presentazione della domanda» (art.

120-*ter*, comma 3 CCII); (iv) possono, infine, opporsi all'omologazione, ma «al fine di far valere il pregiudizio subito all'alternativa liquidatoria» (art. 120-*quater*, comma 3 CCII).

In sostanza i soci (i) non hanno alcun potere a monte (tantomeno "impeditivo"), se non di presentare proposte concorrenti, peraltro al raggiungimento di una determinata percentuale di capitale sociale; (ii) possono votare solo in proporzione al capitale sociale; (iii) possono opporsi solo per convenienza economica, nonostante le modifiche possano anche riguardare la loro posizione c.d. "contrattuale" o non meramente monetaria/economica.

5. Sterilizzazione del voto multiplo e compatibilità con il diritto unionale (e ancor prima costituzionale)

Come visto, i soci votano all'interno di ciascuna classe in proporzione alla partecipazione alla quota di capitale sociale posseduta anteriormente alla presentazione della domanda (art. 120-*ter*, comma 3, CCII). Pertanto, sembrerebbe potersi dire che, in tale scenario ossia, di quantomeno[15] «crisi», ritorni a governare il principio *"one share – one vote"* il quale, quindi, riemergerebbe come ultimo baluardo difensivo della "proprietà" ove, in particolare, il rischio di sostanziale espropriazione balena.

Occorre domandarsi se la soluzione italiana, così concepita, risulti conforme al diritto europeo o, in caso contrario, se sia possibile sostenerne un'interpretazione ortopedica e costituzionalmente (*recte,* "unionalmente") orientata o se, invece, sia assolutamente necessario un intervento del legislatore.

Qualche dubbio, a mio avviso, potrebbe derivare anzitutto dalla stessa Direttiva *Insolvency*.

Se è, infatti, vero che quest'ultima consente deroghe al diritto societario [«[t]*he effectiveness of the process of adoption and*

[15] Non sembra peregrino sostenere forse anche in caso di pre-crisi se l'esito della composizione negoziata intrapresa in tale stadio sfoci in uno strumento di regolazione della crisi come consentito dall'art. 23 CCII.

implementation of the restructuring plan should not be jeopardised by company law» (*Considerando n. 96*)], è altrettanto vero che tali deroghe sono previste:

(i) onde evitare che i soci – i cui «*legitimate interests*» devono essere protetti (v. anche art. 19 Direttiva *Insolvency*[16]– ostacolino *irragionevolmente* il percorso di crisi [«[w]*hile shareholders' or other equity holders' legitimate interests should be protected, Member States should ensure that they cannot unreasonably prevent the adoption of restructuring plans that would bring the debtor back to viability*» (*Considerando n. 57*)];

(ii) nei limiti della *proporzionalità* e *temporaneità* [«*to the extent and for the period necessary to ensure that shareholders do not frustrate restructuring efforts by abusing their rights under that Directive*» (*Considerando n. 96*)]

Così, lo stesso *Considerando n. 57* sembra declinare tali concetti, esemplificando che cosa gli Stati Membri possano prevedere per evitare il descritto "ostruzionismo *irragionevole*" dei soci, ossia: (i) sottrarre loro il diritto di voto sui piani di ristrutturazione o comunque non subordinare l'adozione di questi al loro accordo ove, in base a una valutazione dell'impresa, *non riceverebbero alcun pagamento o altro corrispettivo se fosse applicato il normale grado di priorità della liquidazione*; (iii) assicurare che le misure di ristrutturazione, che riguardano direttamente i loro diritti e che necessitano dell'approvazione dell'assemblea degli azionisti, non siano soggette a *requisiti di maggioranza irragionevolmente elevati* e che gli stessi non abbiano alcuna competenza in termini di misure di ristrutturazione che *non riguardano direttamente i loro diritti*.

Analogamente, il *Considerando n. 47* precisa che il diritto nazionale dovrebbe evitare che una minoranza interessata dalla ristrutturazione (in ciascuna classe) possa impedire l'adozione di un piano che *non ne riduce ingiustamente i diritti e interessi*

[16] «*Member States shall ensure that, where there is a likelihood of insolvency, directors, have due regard, as a minimum, to the following: (a) the interests of creditors, equity holders and other stakeholders* […]»

(«[r]*equisite majorities should be established by national law to ensure that a minority of affected parties in each class cannot obstruct the adoption of a restructuring plan which does not unfairly reduce their rights and interests*»).

In sostanza, quindi, sembrerebbe potersi affermare che:

(i) i diritti dei soci *debbano essere protetti* (*recte,* preservati) pur nell'ambito di una ristrutturazione, ma

(ii) nei limiti della *ragionevolezza* e quindi, non ove possano ostacolare una ristrutturazione "gratuitamente" (ovvero senza subire ingiusti pregiudizi dalla stessa) e

(iii) nei limiti della *proporzionalità* e *temporaneità*.

Pertanto, sembra legittimo limitare, provvisoriamente e temporaneamente, i diritti di *voice* dei soci se e solo se le misure ed i piani di ristrutturazione non incidano "ingiustamente" sui loro diritti. Con la precisazione che l'ingiusto sacrificio sembra richiedere una valutazione prospettica rispetto all'alternativa liquidatoria (una sorta di *best – interest – of – shareholder test*), per la lesione al sopra descritto valore c.d. monetario o economico della partecipazione, mentre nessuna valutazione prospettica sembra essere richiesta per la lesione alle prerogative contrattuali che, quindi, potrebbero rilevare in quanto tali.

Conseguentemente, mentre appare *legittimo* e *ragionevole* (in quanto in linea con le disposizioni unionali menzionate ed in coerenza con un parametro di riferimento oggettivo idoneo a considerare le diverse istanze di tutela), limitare il diritto di contestare la convenienza del piano da parte dei soci nei soli casi in cui non sia superato il *best – interest – of – shareholder test* (art. 120-*quater*, comma 3, CCII), altrettanto non sembra potersi dire per il sistema di voto previsto all'interno della classe da questi composta. Il legislatore, infatti, a prescindere da quale tipo di lesione preveda il piano rispetto ai diritti dei soci, ha disposto, come visto, che questi votino in proporzione alla quota di capitale sociale posseduta (art. 120-*ter*, comma 3, CCII), così di fatto sterilizzando a monte, senza alcuna apparente giustificazione, le relative eventuali prerogative rafforzate (voto plurimo, maggiorato o, per la s.r.l., diritti particolari del socio), quindi addirittura prima che sia eseguito il piano, di fatto

"espropriandoli" di tali prerogative potenzialmente in maniera definitiva e per giunta non a seguito dell'omologazione del piano, ma già prima, nel meccanismo di formazione della volontà.

E una previsione che di fatto sterilizza le prerogative rafforzate di voto a monte per decidere sui diritti di quegli stessi soci sembra non solo *sproporzionato* ma una vera e propria contraddizione in termini, con profili anche di possibile incostituzionalità ex art. 3 e 42 Cost., posto che ciò potrebbe determinare esiti *definitivi* senza aver consentito ai soci di esprimere pienamente i propri diritti prima della loro stessa eventuale soppressione, giungendo così ad una forma di sostanziale espropriazione quantomeno arbitraria.

In altre parole, può certamente suscitare perplessità che una regola concepita come criterio di voto "procedurale" si traduca, tramite misure di ristrutturazione omologate, in esiti sostanzialmente permanenti sul piano dell'assetto anche del controllo societario. Ed è allora legittimo domandarsi se una compressione giustificata, sul piano funzionale, dall'esigenza unionale di evitare comportamenti ostruzionistici "*nei limiti e per il periodo necessario*" («*to the extent and for the period necessary*»), possa poi consolidarsi in siffatta maniera.

A me pare che ciò sia obiettivamente in contrasto non solo con gli accennati principi costituzionali, ma anche con quelli di tipo europeo e internazionale.

In primo luogo, con gli illustrati principi di *proporzionalità* e *temporaneità* richiesti dalla stessa Direttiva *Insolvency* [«*to the extent and for the period necessary to ensure that shareholders do not frustrate restructuring efforts by abusing their rights under that Directive*» (*Considerando n. 96*)], i quali sembrano ostare a misure definitive e permanenti sostanzialmente imposte, ossia attraverso la sterilizzazione degli effettivi diritti di *voice* dei soci.

A tal proposito, occorre altresì osservare che la stessa Direttiva *Insolvency*, al già citato *Considerando n. 47*, precisa che debba esistere *proporzionalità* anche (e forse in particolare) con l'«interesse» che ciascuna parte coinvolta dalla

ristrutturazione possiede nell' "impresa": «[t]*o ensure that parties have a say on the adoption of restructuring plans proportionate to the stakes they have in the business, the required majority should be based on the amount of the creditors' claims or equity holders' interests in any given class*». Ma siamo davvero sicuri che oggi sia ancora sostenibile (sempre che lo sia davvero mai stato) che l'entità dell'interesse dei soci nella società sia misurabile attraverso il parametro della proporzionalità del loro investimento al capitale sociale, come sembra ritenere il legislatore italiano con la previsione qui criticata? Oppure, il tramonto del principio *one share – one vote*[17], in uno con la dogmatica duplice dimensione del valore (monetario e contrattuale o partecipativo) della partecipazione sopra illustrata, avrebbero dovuto suggerire altre vie e che, quindi, lo stesso non possa più ritenersi (se mai lo sia stato)

[17] Non può di certo dimenticarsi che uno degli obiettivi europei degli anni 2000 fu quello di rendere il principio di proporzionalità un punto di riferimento del diritto europeo, tanto che nel 2002 l'High Level Group on Company Law Experts affermò che uno degli obiettivi più rilevanti dell'armonizzazione del diritto societario consisteva proprio nell'introduzione della regola *one share – one vote* (THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, Report on Issues related to Takeover Bids, Bruxelles, 10 gennaio 2002 e Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Bruxelles, 4 novembre 2002). A fine anni '90, infatti, la proporzionalità tra azioni e voti fu dichiarata uno dei «principali meccanismi di protezione degli investitori esterni al gruppo di comando» (LA PORTA - LOPEZ DE SILANES - SHLEIFER-VISHNY, Law and Finance, in *Journal of Political Economy*, 1998, 106, 6, 1113. Tali istanze, tuttavia, dovettero confrontarsi con le numerose deviazioni dal principio che erano già allora diffuse in Europa [v. quanto già indicato nel noto studio commissionato dalle istituzioni europee, che fornì un'ampia ricognizione dei *Control Enhancing Mechanisms* (CEMs) cui le società quotate nei mercati europei avevano fatto ricorso nel periodo tra il 1° gennaio 2004 e il 24 maggio 2006: SHEARMAN & STERLING-INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES-EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE, Proportionality between Ownership and Control in Eu Listed Companies. Report on the Proportionality Principle in the European Union, Bruxelles, 18 maggio 2007]. Sicché in poco tempo si è assistito ad una vera a propria "inversione di rotta" a favore di politiche volte ad incentivare l'investimento di lungo periodo, a partire dall'Action Plan 2012, dal Libro Verde 2013 e dalla Direttiva 2017/828/UE. Oggi, come noto (e su cui v. oltre nel testo), è stata addirittura adottata una specifica Direttiva sul voto multiplo (la n. 2024/2810/UE), il cui *iter* è partito con la proposta COM(2022) 761 final.

criterio ragionevole per rappresentare la misura dell'interesse dei soci nella società?

Poiché il *Considerando n. 47* richieda maggioranze «*proportionate to the* «*stakes*», è naturale leggerne lo «*stake*» come interesse economico (equity value); tuttavia, nelle strutture a voto plurimo/maggiorato lo *stake* incorpora in effetti anche un "*governance-value*" che non sembra poter essere neutralizzato *ex ante* mediante una metrica indifferente ai diritti di voto, perché ciò sarebbe qualitativamente diverso dal possibile *cram-down ex post* su posizioni economiche già valorizzate. D'altronde nelle strutture con voto plurimo, il controllo è parte integrante del "*bargain*": l'investitore "compra" anche potere, e spesso paga significativamente per questo.

In tale prospettiva non può omettersi il rilievo sistematico e teleologico anche della Direttiva sul voto multiplo 2024/2810/UE, intesa ad agevolare ed incentivare, in ottica di attrattività degli investimenti, l'accesso ai mercati MTF. Ciò, non nel senso che la crisi non possa comprimere la *governance* nei termini illustrati, ma che, in un sistema che valorizza il voto multiplo come leva per l'investimento e la crescita, è legittimo chiedersi se sia coerente consentirne la sostanziale estinzione "di fatto" senza un vaglio di necessità, proporzionalità e senza strumenti che proteggano (almeno in parte) il valore contrattuale, specie quando l'assetto del voto multiplo è parte determinante dell'aspettativa d'investimento. Peraltro l'obiettivo della Direttiva è proprio quella di facilitare la raccolta del capitale sul mercato riducendo il più tipico deterrente: la paura di perdere il controllo a seguito della diluizione azionaria. Ebbene, un rischio che con la sterilizzazione del voto multiplo nella crisi rientrerebbe così agevolmente dalla finestra, potendosi perdere il controllo nei casi di possibile mera non sostenibilità del debito nei successivi dodici mesi (così, la crisi si «manifesta» ai sensi dell'art. 2 CCII).

Ma la possibile irragionevolezza della norma parrebbe derivare, come anticipato, anche dalla forma di sostanziale espropriazione ingiustificata dei soci che la norma in esame parrebbe sancire.

6. *(segue)* … e con la CEDU

Secondo la giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell'uomo, le partecipazioni sociali sono "*possessions*", ai sensi dell'art.1 Protocollo n. 1 CEDU, che includono i diritti connessi alla partecipazione, in particolare i diritti di voto e di influenza sulla condotta societaria[18].

Ciò rende il valore contrattuale della partecipazione, e quindi le prerogative di voto, rilevanti in punto tutela del diritto di proprietà[19], in linea con quanto sopra visto in tema di risarcibilità del danno c.d. diretto[20].

Tuttavia, da ciò non discende un obbligo assoluto di conservare invariati i diritti di *governance* in ogni contesto: l'art. 1, comma 2 del Protocollo valuta piuttosto se l'interferenza sia prevista dalla legge, persegua un legittimo scopo di interesse generale e mantenga un "*fair balance*" tra interesse pubblico e sacrificio imposto al titolare, anche attraverso garanzie procedurali effettive e possibilità reale di contestare la misura e/o ottenere tutela.

Ed è proprio qui, ancora una volta, che, per quanto sopra visto, la legge italiana potrebbe infrangersi: una sterilizzazione "indifferenziata" – e a monte – delle prerogative di voto appare in effetti sproporzionata e irragionevole, specie se idonea a sfociare in un assetto stabile di perdita del controllo e di

[18] *Olczak* v. *Poland*, §60, *Sovtransavto Holding* v. *Ukraine*, §91, *Shesti Mai Engineering OOD and Others* v. *Bulgaria*, §77, *Company S. and T. v. Sweden, Reisner* v. Turkey, §45, Marini v. Albania, §165, in *Guide on Articl 1 of Protocol No. 1 to the European Convention on Human Rights. Protection of Property.*

[19] V., in particolare, *Olczak* v. *Poland*, §60, *Albert and Others* v. *Hungary* [GC], §124, in *Guide on Articl 1 of Protocol No. 1 to the European Convention on Human Rights*, cit.

[20] La Corte ribadisce, infatti, che di regola i soci non sono considerati vittime di atti/misure che colpiscono la società (perché il titolare immediato del bene/posizione è la persona giuridica): *Agrotexim and Others* v. *Greece*, §§65-66, *Olczak v. Poland*, §57, *Lekić* v. *Slovenia* [GC], §111, *Albert and Others* v. *Hungary* [GC], §124, in *Guide on Articl 1 of Protocol No. 1 to the European Convention on Human Rights*, cit. Fanno eccezioni i casi di *piercing of corporate veil* (ad esempio, *KIPS DOO and Drekalović v. Montenegro*, §87, ivi).

Riproduzione riservata

prerogative "contrattuali", specie se gli interessi contrapposti possono essere rappresentati da possibili meri scenari di «crisi».

7. Conclusioni: alcune proposte

L'assetto italiano della tutela della partecipazione sociale nella crisi sembrerebbe quindi articolato su due livelli. Il valore monetario pare protetto attraverso un legittimo e condivisibile (anche da un punto di vista unionale) *best – interest – of – shareholder test*. Il valore non (meramente) monetario o contrattuale o partecipativo parrebbe trovare, invece, il suo ultimo baluardo difensivo nel principio *one share – one vote*. Tuttavia, ciò non appare in linea con il principio di proporzionalità e temporaneità richiesto sia da parte del diritto unionale sia dalla CEDU né appare costituzionalmente ragionevole nel momento in cui, di fatto, ammette una forma di sostanziale espropriazione in assenza di contropartite o regole procedurali adeguatamente bilanciate e proporzionali.

Nell'attesa, dunque, di un auspicato, a mio sommesso avviso, intervento del legislatore, magari proprio finché il cantiere di riforma del TUF è aperto e in vista del recepimento, entro il dicembre 2026, della menzionata Direttiva sul voto multiplo, riterrei di proporre una lettura correttiva e costituzionalmente (*recte,* in senso europeo) orientata, in chiave *de iure condito,* dell'art. 120-*bis* CCII, e, segnatamente, interpretando il periodo «[a]ll'interno della classe il socio ha diritto di voto in misura proporzionale alla quota di capitale posseduta anteriormente alla presentazione della domanda» come segue: «[a]ll'interno della classe il socio ha diritto di voto in misura [*corrispondente a quella*] posseduta anteriormente alla presentazione della domanda» o in alternativa ««[a]ll'interno della classe il socio ha diritto di voto in misura proporzionale [*ai diritti*] possedut[*i*] anteriormente alla presentazione della domanda». Laddove, quindi, nel caso in cui nessuna partecipazione fosse caratterizzata di particolari prerogative, la regola sarà senz'altro quella della proporzionalità al capitale. Mentre nel caso di speciali categorie di quote/azioni o di speciali prerogative, previo eventuale opportuno classamento secondo posizioni e

interessi omogenei, il voto sarà espresso nella misura equivalente a quella anteriore alla presentazione della domanda.

Riproduzione riservata