



ISSN 2282-667X

# Orizzonti del Diritto Commerciale

**3/2022**

Rivista telematica dell'Associazione italiana dei professori universitari di diritto commerciale

*Direttore* **FRANCESCO DENOZZA**

**G. Giappichelli Editore**

Rivista quadrimestrale - 3/2022

*Editor-in-chief/Direttore responsabile:*

Francesco Denozza – *Università degli Studi di Milano*

*Editorial Board/Direzione scientifica*

Pierre-Henri Conac – *Université du Luxembourg*

Jorge Manuel Coutinho de Abreu – *Universidade de Coimbra*

Francesco Denozza – *Università degli Studi di Milano*

Stefan Grundmann – *Humboldt-Universität zu Berlin*

Carlo Ibba – *Università degli Studi di Sassari*

Jonathan Macey – *Yale Law School – Yale University*

Marco Maugeri – *Università Europea di Roma*

Vincenzo Meli – *Università degli Studi di Palermo*

Massimo Miola – *Università degli Studi di Napoli Federico II*

Aurelio Mirone – *Università degli Studi di Catania*

Andrea Perrone – *Università Cattolica del Sacro Cuore*

Serenella Rossi – *Università degli Studi dell'Insubria*

Davide Sarti – *Università degli Studi di Ferrara*

Giuliana Scognamiglio – *Sapienza Università di Roma*

Giovanni Strampelli – *Università Bocconi*

Rüdiger Veil – *Ludwig-Maximilians-Universität, München*

*Editorial Staff/Redazione scientifica*

Alessio Bartolacelli – *Università degli Studi di Macerata*

Ilaria Capelli – *Università degli Studi dell'Insubria*

Elisabetta Codazzi – *Università degli Studi dell'Insubria*

Chiara Garilli – *Università degli Studi di Palermo*

Carmen Herrero Suárez – *Universidad de Valladolid*

Corrado Malberti – *Università degli Studi di Trento*

Alessio Scano – *Università degli Studi di Sassari*

Alessandra Zanardo – *Università Ca' Foscari Venezia*

*Referees/Revisione scientifica*

Niccolò Abriani, Filippo Annunziata, Gaia Balp, Michele Bertani, Massimo Bianca, Paolo Butturini, Oreste Cagnasso, Lucia Calvosa, Andrea Caprara, Stefano Cerrato, Antonio Cetra, Marco Cian, Nicoletta Ciocca, Monica Cossu, Concetto Costa, Renzo Costi, Gastone Cottino, Emanuele Cusa, Vincenzo De Stasio, Vincenzo Di Cataldo, Philipp Fabbio, Giuseppe Ferri, Marilena Filippelli, Carlo Felice Giampaolino, Gianvito Giannelli, Paolo Giudici, Andrea Guaccero, Gianluca Guerrieri, Giuseppe Guizzi, Aldo Laudonio, Elisabetta Loffredo, Mario Libertini, Giorgio Marasà, Laura Marchegiani, Giuliana Martina, Marisaria Maugeri, Paolo Montalenti, Mario Notari, Michele Perrino, Paolo Piscitello, Giuseppe B. Portale, Gaetano Presti, Maddalena Rabbiti, Roberto Sacchi, Luigi Salamone, Pierpaolo Sanfilippo, Renato Santagata, Vittorio Santoro, Laura Schiuma, Maurizio Sciuto, Antonio Serra, Marco S. Spolidoro, Lorenzo Stanghellini, Mario Stella Richter, Andrea Tina, Alberto Toffoletto, Umberto Tombari, Alberto Urbani, Paolo Valensise, Francesco Vella, Andrea Vicari, Ruggero Vigo, Roberto Weigmann.

# Orizzonti del Diritto Commerciale

---

Rivista **ODC**

*Direttore* FRANCESCO DENOZZA

3/2022



G. Giappichelli Editore – Torino

© Copyright 2022 - Orizzonti del Diritto Commerciale - Rivista on line dell'Associazione italiana dei professori universitari di diritto commerciale

Iscrizione al R.O.C. n. 25223

Rivista in open access <http://www.rivistaodc.eu>

ISSN 2282-667X

*Direttore responsabile:* Francesco Denozza

*Direzione e Redazione* (presso la sede dell'Associazione)

Piazzale Aldo Moro n. 5, 00185 - Roma

email: [redazione@orizzontideldirittocommerciale.it](mailto:redazione@orizzontideldirittocommerciale.it)

*Produzione e distribuzione:* G. GIAPPICHELLI EDITORE

Via Po, 21 – Torino – Tel. 011-81.53.111 – Fax 011-81.25.100

Publicato on-line nel mese di dicembre 2022  
ad opera di G. Giappichelli Editore.

# Indice

## *Table of Contents*

	<i>pag.</i>
<b>Saggi</b>	
CARLO IBBA, <i>Le imprese sociali costituite in forma di società di capitali. Profili organizzativi e pubblicitari</i>	679
<i>Non-profit enterprises in corporate form: an organizational overview</i>	
MARILENA FILIPPELLI, <i>Gli accordi di voto nel diritto statunitense: sviluppo storico e prospettive evolutive</i>	693
<i>Shareholders' voting agreements in the US: historical development and current approach</i>	
PETER AGSTNER, SEBASTIANO COSTA, <i>Il consiglio di amministrazione nel sistema di controllo interno e di gestione dei rischi di società quotate</i>	749
<i>The board of directors in the internal control and risk management system of listed corporations</i>	
FRANCESCA PRENESTINI, <i>La presentazione di proposte di deliberazione assembleare: riflessioni sul rapporto tra soci e amministratori nello scenario post-pandemico</i>	809
<i>The presentation of proposals for shareholders' meeting resolutions: considerations on the relationship between shareholders and directors in the post-pandemic scenario</i>	
GIULIA SERAFIN, <i>Il rappresentante designato delle società quotate: rapporto negoziale, ordinamento societario e rimedi</i>	847
<i>The appointed representative of listed companies: contractual relationship, corporate law and remedies</i>	

## **Temi e dibattiti**

- MASSIMO BIANCA, *Crisi e rinegoziazione dei contratti tra diritto emergenziale e codice della crisi. Prime riflessioni* 889  
*Crisis and contracts renegotiation between emergency law and crisis law. First reflections*
- GIOVANNI ROMANO, *La SPAC (“Special Purpose Acquisition Company”), un’altra complessa creatura del capitalismo finanziario globale* 913  
*SPAC (“Special Purpose Acquisition Company”): another complex creature of global financial capitalism*
- NICOLÒ MUCIACCIA, SUSANNA LOPOPOLO, *Prime riflessioni sul rapporto tra NFT e proprietà intellettuale* 999  
*A first glance at the relationship between NFTs and intellectual property*
- SOFIA MANSOLDO, *La tutela del software tra incertezza e “cultura” della proprietà intellettuale* 1057  
*Software protection between uncertainty and intellectual property “culture”*

## **Giurisprudenza delle Corti superiori**

- LOREDANA NAZZICONE, *Ius in fieri in Cassazione* 1099

## **Lecture**

- MARIO LIBERTINI, *Note di lettura: Impresa e commercialità attraverso il “lato oscuro” dell’unificazione dei codici, di Nicola Rondinone* 1125  
*A review on N. Rondinone, Impresa e commercialità attraverso il “lato oscuro” dell’unificazione dei codici (“The birth of the enterprise concept in the troubled process of unification of the civil code and the commercial code in Italy”)*

# Gli accordi di voto nel diritto statunitense: sviluppo storico e prospettive evolutive

## *Shareholders' voting agreements in the US: historical development and current approach*

Marilena Filippelli \*

---

### ABSTRACT:

Nell'esperienza statunitense, gli accordi tra soci per l'esercizio del diritto di voto, di cui si ha evidenza sin dalla prima metà dell'Ottocento, hanno assunto forme piuttosto eterogenee – dai *voting agreement* ai *pooling agreement* fino ai *voting trust* – e sono stati oggetto, nel tempo, di una significativa evoluzione, sul piano legislativo, giurisprudenziale e dottrinale, che ha investito il profilo della validità in concreto di tali accordi, in certi casi anche della loro legittimità di principio, nonché della tutela per l'inadempimento.

Nel suo sviluppo storico, il tema dei patti di voto ha intersecato momenti cruciali della storia economica americana, del dibattito teorico intorno all'impresa e dell'evoluzione legislativa, soprattutto in materia societaria e in materia antitrust.

I patti tra soci, anche di voto, costituiscono oggi uno strumento ordinario di *private ordering* nelle società chiuse, e di coordinamento azionario, con funzione di stabilizzazione degli assetti di controllo e di governo delle imprese, nelle società dove è più forte la presenza di investitori istituzionali.

*In the US, shareholders' voting coordination, documented since the first decades of XIX century, has taken different forms – namely, voting agreements, pooling agreements, and voting trust. The approach to shareholders' agreements, as for legitimacy, validity, and enforcement, has evolved over time, under the influence of the economic scenario and the debate about the nature of corporation. This evolutive path has also contributed to foster the legislative process in the area of company law and antitrust law.*

*Nowadays, shareholders' voting agreements are adopted as an ordinary means for private ordering in closely-held corporations, as well as a coordination and control-enhancing device in public companies and startup firms.*

---

\* Professoressa associata di diritto commerciale, Sapienza Università di Roma; marilena.filippelli@uniroma1.it.

Lo studio che qui si pubblica fa parte di una più ampia ricerca in materia di patti parasociali, in corso di svolgimento.

## SOMMARIO:

1. Introduzione. – 2. Le radici del fenomeno. L'esercizio del diritto di voto nella *corporation* ottocentesca. – 3. Gli strumenti di coordinamento contrattuale per l'esercizio del diritto voto. – 4. I *voting trust* nell'esperienza americana: finalità perseguite e giudizio di legittimità. – 4.1. Gli anni '60 e '70 dell'Ottocento. La meritevolezza delle finalità perseguite e la legittimità di principio dei *voting trust*. – 4.2. Gli anni '80 e '90 dell'Ottocento. Il ricorso al *voting trust* come strumento di "consolidation" per il perseguimento di finalità anticoncorrenziali. – 4.3. La giurisprudenza di fine Ottocento. L'emersione della questione di legittimità di principio dei *voting trust*. – 4.4. Il primo decennio del Novecento: il riconoscimento della legittimità di principio dei *voting trust*. – 4.5. La temporanea reviviscenza della tesi della nullità *per se* in seguito alla pubblicazione del "Pujo Report". – 4.6. Le iniziative legislative degli anni '20 e '30: il riconoscimento pieno della legittimità dei *voting trust* e la disciplina del fenomeno. – 5. L'evoluzione della *corporation* nel corso degli anni '20. Il dibattito sulla separazione tra proprietà e controllo nelle grandi società di capitali. – 6. Dai *voting trust* ai *voting agreement*. – 7. I limiti di validità dei *voting agreement* nella giurisprudenza degli anni '30 e '40. – 8. Il dibattito sui rimedi per l'inadempimento. L'ammissibilità di *specific enforcement*. – 9. L'influenza della giurisprudenza in materia di patti di voto sull'evoluzione della disciplina societaria nel corso degli anni '50 e '60. – 10. L'incidenza delle teorie contrattualistiche dell'impresa sulla validità dei *voting agreement* relativi a società chiuse. – 10.1. La disciplina dei patti totalitari. – 11. I *voting agreements* nel diritto vivente. – 11.1. Il *private ordering* per via parasociale nelle società chiuse. – 11.2. L'evidenza di *voting agreement* nelle società quotate. – 11.3. Gli accordi di voto in *startup* partecipate da fondi di *venture capital*.

### 1. Introduzione.

Il ricorso ad accordi tra soci per l'esercizio concertato del diritto di voto è documentato, nell'esperienza americana, a partire dalla prima metà dell'Ottocento, in concomitanza all'affermarsi della *corporation* di libera costituzione e retta da norme generali ed astratte.

Il contesto di riferimento, governato da principi di *freedom of contract* e caratterizzato, sin dal principio, da una legislazione societaria di tenore sostanzialmente *enabling*, appariva, invero, particolarmente favorevole all'emersione di accordi tra soci, anche relativi all'esercizio del diritto di voto. Questi si svilupparono nella prassi, assumendo forme più o meno complesse: dal mero accordo di voto a carattere episodico e puntuale (i *voting agreement*), ad accordi più complessi, di messa in comune e gestione concertata delle partecipazioni sociali (i c.d. *pooling agreement*), simili ai sindacati azionari dell'esperienza europea, fino a giungere a forme ancor più rigide (i *voting trust*), tipiche dell'esperienza americana e caratterizzate dalla separazione stabile del diritto di voto dagli altri diritti sociali.



Proprio intorno ai *voting trust* si polarizzò, per decenni, il dibattito giuridico, che investì non solo il profilo della validità in concreto dell'accordo, alla luce dei vincoli di sistema e di quelli espressi dalla disciplina societaria, ma anche quello, tipicamente europeo, della loro legittimità di principio.

Nel suo sviluppo storico, il tema della validità dei patti di voto intersecò momenti cruciali della storia economica americana (dalle fasi economiche più espansive, alla grande depressione economica, alle stagioni di particolare vivacità dei mercati finanziari), del dibattito teorico intorno all'impresa (quanto alla contrapposizione tra concezioni contrattualistiche e istituzionalistiche, nonché al tema della separazione tra proprietà e controllo dell'impresa) e dell'evoluzione legislativa (svolgendo un ruolo propulsivo tanto in materia anti-trust, quanto in materia societaria).

L'evoluzione in materia di patti di voto si è stabilizzata, negli Stati Uniti, su esiti sostanzialmente convergenti rispetto a quelli prevalenti a livello internazionale: gli accordi di voto, legittimi in linea di principio, sono caratterizzati da efficacia *inter partes* (con minime eccezioni per ciò che riguarda i patti totalitari), ampi margini di validità in concreto (ben superiori rispetto a quelli previsti per i patti sociali) e un regime di *enforcement* che individua nel rimedio risarcitorio il principale strumento di reazione all'inadempimento del patto.

Gli *shareholder agreement*, anche di voto, rappresentano oggi uno strumento pressoché ordinario di *private ordering* in materia societaria, adottato in funzione integrativa o modificativa della disciplina legale, nonché strumento di coordinamento tra azionisti per la costituzione di posizioni di controllo societario o per un più efficace esercizio dei diritti sociali, anche nelle società quotate.

## 2. *Le radici del fenomeno. L'esercizio del diritto di voto nella corporation ottocentesca.*

Nell'esperienza storica comune ai diversi ordinamenti, i patti parasociali di voto si connotano come fenomeno proprio della grande società di capitali, intesa in senso moderno<sup>1</sup> – ossia come organizzazione di libera costituzione e retta da norme generali ed astratte, che disciplinano l'accesso al tipo e il funzionamento dell'ente.

---

<sup>1</sup> V. per tutti, G. COTTINO, *Le convenzioni di voto nelle società commerciali*, Milano, Giuffrè, 1958, 12 ss.

Anche negli Stati Uniti, le prime evidenze di accordi tra soci per l'esercizio concertato del diritto di voto si rintracciano, in giurisprudenza, intorno alla metà dell'Ottocento, in una fase matura di sviluppo economico e di evoluzione delle forme organizzative dell'attività di impresa.

Dopo la guerra di indipendenza, con la fine del dominio britannico sulle colonie, la *corporation* americana si allontanò progressivamente dall'archetipo inglese, per assumere la connotazione di strumento per l'esercizio dell'attività economica<sup>2</sup>, costituita in base di un provvedimento a carattere singolare, emesso dal legislatore statale, il quale, sulla base di un preventivo controllo di meritevolezza, autorizzava la costituzione della società e le garantiva il beneficio della responsabilità limitata<sup>3</sup>.

Nel corso dell'Ottocento si realizzò, anche negli Stati Uniti, il passaggio dal regime di autorizzazione preventiva, su base singolare, alla determinazione, in via generale ed astratta, dei criteri per l'accesso al tipo e delle norme di funzionamento dell'ente societario<sup>4</sup>.

Al riguardo, le scelte operate dal legislatore americano lasciavano trasparire, sin dal principio, la chiara opzione per un modello legale particolarmente flessibile e permissivo, compatibile con ampi margini di *private ordering*<sup>5</sup>, in netta contrapposizione rispetto alle scelte compiute nelle coeve codificazioni europee, connotate invece da un alto grado di imperatività<sup>6</sup>.

---

<sup>2</sup> Durante il periodo coloniale, lo strumento della *corporation* venne adottato, in linea con l'esperienza inglese del tempo, essenzialmente per la gestione di attività non economiche, di tipo benefico-assistenziale o amministrativo-statale, tra cui chiese, enti assistenziali o soggetti incaricati dell'esercizio di pubbliche funzioni: cfr. sul punto, R.E. WRIGHT, *For- and Non-profit Special Corporations in America, 1608-1860*, in H. WELLS (ed.), *Research Handbook on the History of Corporate and Company Law*, Cheltenham, Elgar, 2018, 480, 490 ss.; nonché R.E. SEAVOY, *The Public Service Origins of the American Business Corporation*, in *52 Bus. History Rev.*, 1978, 30, 31-33.

<sup>3</sup> Cfr. L.M. FRIEDMAN, *A History of American Law*<sup>4</sup>, Oxford, Oxford University Press, 2019, 159 ss.

<sup>4</sup> La prima legge nella quale si fissavano requisiti generali di *incorporation* fu adottata, nel 1811, nello Stato di New York con riferimento alla costituzione di imprese manifatturiere attive nel settore tessile: così, per tutti, R.E. SEAVOY, (nt. 2), 56. A questa fecero seguito, nel corso dell'Ottocento, ulteriori iniziative legislative, adottate su base statale: sul punto, v., tra gli altri, S.P. HAMILLE, *From Special Privilege to General Utility: A Continuation of Willard Hurst's Study of Corporations*, in *49 American Univ. L. Rev.*, 1999, 81 ss.

<sup>5</sup> V., per tutti, H. HOVENKAMP, *Enterprise and American Law, 1837-1937*, Cambridge, Harvard University Press, 1991, 49 ss.

<sup>6</sup> V., tra gli altri, Così, J. HILAIRE, *Introduction historique au droit commercial*, Paris, Presses Universitaires de France, 1986, 212 ss.; F. LEMEUNIER, *Société Anonyme*, Parigi, Delmas,

Il passaggio al nuovo regime di *incorporation* si accompagnò anche a modifiche significative sul piano del diritto di voto.

Le prime *corporation* americane, infatti, mutuavano dalla compagnia inglese – connotata, com'è noto, da una forte impronta personalistica e democratica<sup>7</sup> – la regola del voto capitaro<sup>8</sup>, espressiva della concezione di società di capitali come comunità di eguali, la cui unità minima partecipativa era rappresentata non già dall'azione, ma dalla persona del socio<sup>9</sup>.

Le nuove *incorporation law* cominciarono ad introdurre gradualmente criteri capitalistici di voto, che consentissero di istituire una più equilibrata corrispondenza tra partecipazione al rischio di impresa e diritti di voto e, al tempo stesso, consentissero di limitare il rischio di concentrazione di diritti di voto in capo a singoli individui<sup>10</sup>. Da qui, la previsione di sistemi “ibridi” di voto, nel

---

1994, 10, 15; T. ASCARELLI, *Corso di diritto commerciale. Introduzione e teoria dell'impresa*, Milano, Giuffrè, 1962, 56; J. GUILLERY, *Des sociétés commerciales en Belgique*, t. II, II ed., Bruxelles, Bruylant, 1882, 330 ss.; C. PETIT, *Historia del Derecho Mercantil*, Madrid, Marcial Pons, 2016, 329 ss.

<sup>7</sup> Le compagnie inglesi erano descritte come aggregazione di individui che condividevano uno scopo comune, ossia la partecipazione ai profitti derivanti dall'impresa, e come enti a carattere essenzialmente democratico, con una centralità assoluta dell'assemblea, concepita come organo sovrano e incaricata di assumere le decisioni più rilevanti, destinate poi ad essere attuate dagli amministratori: sul punto, v. tra gli altri, J.D. TURNER, *The Development of English Company Law before 1900*, in H. WELLS (ed.), (nt. 2), 121, 124 ss.; S. WILLISTON, *History of the law of business corporations before 1800 (I)*, in 2 *Harvard L. Rev.*, 1888, 105, 108-110; nonché A. MIGNOLI, *Idee e problemi nell'evoluzione della «company» inglese*, in *Riv. soc.*, 1960, 633 ss.

<sup>8</sup> Sul punto, v. soprattutto C.A. DUNLAVY, *From Citizens to Plutocrats: Nineteenth-century Shareholder Voting Rights and Theories of the Corporation*, in K. LIPARTITO, D.B. SICILIA (eds.), *Constructing Corporate America. History, Politics, Culture*, Oxford, Oxford University Press, 2004, 68-93.

L'opportunità di mantenere la regola di voto capitaro era sostenuta anche in giurisprudenza: «every corporator, every individual member of a body politic, whether public or private, is prima facie entitled to equal rights [...] A man with a share is as much a member as a man with fifty». Così *Taylor v. Griswold* (1834) 14 N.J. 222, oggetto di approfondita analisi in C.A. DUNLAVY, *Social Conceptions of the Corporation: Insight from the History of Shareholder Voting Rights*, in 63 *Wash. & Lee L. Rev.*, 2006, 1347, 1368-1374.

<sup>9</sup> Cfr. S. WILLISTON, *History of the Law of Business Corporation before 1800. (II)*, in 2 *Harv. L. Rev.*, 1888, 149 ss., che, a proposito delle prime *corporation* americane, affermava: «The units of which the corporation was composed were still considered to be the members, as is the case in municipal corporations and guilds – not the shares, as is the case in the modern joint-stock corporation» (156).

<sup>10</sup> Cfr. G.M. HAYDEN, M.T. BODIE, *One Share, One Vote and the False Promise of Shareholder Homogeneity*, in 30 *Cardozo L. Rev.*, 2008, 445, 470-471.

segno del bilanciamento tra criteri democratico-capitari e criteri capitalistici puri: tra questi, l'adozione obbligatoria di sistemi di voto scalare, la previsione di soglie massime di voto individuale, o ancora l'applicazione del criterio capitalistico per alcune decisioni (tipicamente, la nomina degli amministratori), e il ricorso al voto capitario, per le altre<sup>11</sup>.

L'affermazione del principio capitalistico una azione/un voto si realizzò compiutamente, sul piano legislativo, solo a partire dalla seconda metà dell'Ottocento<sup>12</sup> e fu dovuta essenzialmente a due fattori: per un verso, la volontà di assecondare le sollecitazioni emerse nella prassi societaria<sup>13</sup> e, per altro verso, l'esigenza di contrastare l'allora ampia diffusione di azioni prive del diritto di voto<sup>14</sup>.

In questo contesto, il criterio di voto "plutocratico" si affermò come criterio legale, destinato a trovare applicazione nel silenzio dei patti sociali, ma comunque derogabile dalle parti, nel contesto di una legislazione societaria, come si accennava, a carattere sostanzialmente dispositivo<sup>15</sup> – fattore che, come si avrà modo di constatare nei paragrafi che seguono, influenzò in modo significativo il giudizio di validità dei patti di voto.

A partire dalla metà dell'Ottocento, il modello di *corporation*, così con-

---

<sup>11</sup> Così riporta L.M. FRIEDMAN, (nt. 3), 161, ove riferimenti specifici alle diverse soluzioni adottate negli *Statutes* del tempo (alle ntt. 56-60).

<sup>12</sup> La legge dello Stato di New York del 1811, relativa alla costituzione di imprese manifatturiere (v. nt. 4), in effetti introduceva la regola del voto capitalistico («Each shareholder shall be entitled to as many votes as he owns shares of stock in the said company»), ma si trattava di una previsione del tutto eccezionale nel panorama legislativo del tempo: così, soprattutto C.A. DUNLAVY, *From Citizens to Plutocrats*, (nt. 8), 74.

<sup>13</sup> Cfr. E. SNEED, *The Stockholder May Vote as He Pleases: Theory and Facts*, in 22 *Pittsburg L. Rev.*, 1960, 23, 24; H. HOVENKAMP, (nt. 5), 49-50.

<sup>14</sup> Il principio di una azione/un voto serviva, così, a fissare un rapporto di necessaria corrispondenza tra partecipazione sociale e diritto di voto, tra proprietà dell'azione e diritto di esprimere, direttamente o tramite il sistema delle *proxies*, il voto in assemblea: sul punto, v. S.M. BAINBRIDGE, *The Short Life and Resurrection of the SEC Rule 19c-4*, in 69 *Washington Univ. L. Quar.*, 1991, 569.

<sup>15</sup> Per es., il New Jersey Act del 1841, relativo all'*incorporation* di imprese manifatturiere, introduceva come criterio legale il principio una azione/un voto, lasciando però all'impresa la scelta di una diversa opzione a livello statutario. Regola analoga venne inserita nell'Act del 1849, che si applicava indistintamente a tutte le attività economiche. Ancora, nello Stato di New York venne mantenuto il criterio capitalistico e venne anzi esteso, nel corso degli anni '40 e '50 dell'Ottocento, a tutte le attività economiche. Il processo proseguì nel corso dell'Ottocento, cosicché tra la fine dell'Ottocento e i primi del Novecento il criterio plutocratico divenne la regola: per riferimenti specifici sul punto, v. ancora C.A. DUNLAVY, *From Citizens to Plutocrats*, (nt. 8), 79-83.

notato e di libera costituzione, si diffuse ampiamente nella prassi, anche per via di una congiuntura economica particolarmente favorevole, nel segno di una forte crescita in gran parte trainata dagli investimenti in infrastrutture e reti di trasporti, nonché dal contestuale sviluppo del settore bancario e finanziario<sup>16</sup>.

Proprio lo sviluppo del mercato dei capitali contribuì a ridefinire, in concreto, il modello di *corporation*: con il crescere degli investimenti finanziari, si determinò un progressivo effetto di polverizzazione e dispersione del capitale sociale, cosicché, già alla fine dell'Ottocento, la *corporation* si presentava non più come aggregazione di soci, ma piuttosto come aggregazione di capitali con destinazione produttiva<sup>17</sup>, all'interno della quale il socio appariva come mero titolare di una frazione di quel capitale; da qui, anche l'emergere, *in nuce*, di un effetto di spostamento del potere decisionale, nelle imprese di grandi dimensioni, dagli azionisti agli amministratori<sup>18</sup>.

In questo contesto, caratterizzato dalla presenza di grandi società di capitali con ampia base sociale e dall'affermazione del diritto dell'azionista di partecipare alle decisioni sociali in proporzione alla quota di capitale detenuta, emerse il ricorso a strumenti di coordinamento per l'esercizio del voto e, quindi, la prima casistica in materia di validità degli accordi di voto.

### 3. Gli strumenti di coordinamento contrattuale per l'esercizio del diritto voto.

Negli Stati Uniti, il coordinamento "parasociale" per l'esercizio del diritto di voto si realizzò, in principio, mediante il ricorso a strumenti analoghi a quelli adottati nell'Europa continentale e nel Regno Unito, ossia accordi di voto semplici (c.d. *voting agreement* o, più in generale, *shareholder agreement*),

---

<sup>16</sup> Cfr. S.J. DAVIES, *Essays in the Earlier History of American Corporation*, vol. I, Oxford, Oxford University Press, 1917, 102 ss. e 109 ss.

<sup>17</sup> Con l'adozione, a livello legislativo, del principio di voto proporzionale (alla partecipazione al capitale) giunse pienamente a compimento il passaggio evolutivo della *corporation* da ente a finalità multiple e ibride a ente funzionale alla massimizzazione dei profitti: così, E. SNEED, (nt. 13), 25.

<sup>18</sup> Sul punto, v. ancora C.A. DUNLAVY, *From Citizens to Plutocrats*, (nt. 8), 69-72. Le radici del fenomeno di separazione della proprietà azionaria dal controllo dell'impresa, compiutamente elaborato in dottrina nel corso degli anni '30 del Novecento (v. *infra*, § 5), risalgono, secondo l'a., agli anni '80 dell'Ottocento, anche se il fenomeno appariva allora più sfumato, perché spesso erano gli stessi azionisti rilevanti a sedere nel *board*.

con cui gli azionisti convenivano di concordare prima dell'assemblea la comune decisione di voto, oppure accordi più complessi, che implicavano la messa in comune delle partecipazioni azionarie per l'esercizio coordinato dei diritti sociali, tra cui quello di voto (c.d. *pooling agreement*), normalmente al fine ultimo di costituire o rafforzare posizioni di controllo congiunto dell'impresa<sup>19</sup>.

Tali forme di accordo, a quanto consta, non sollevarono dubbi in ordine alla loro legittimità di principio: inserendosi in un contesto contrattuale in senso stretto, governato dal principio della *freedom of contract*, essi vennero percepiti – in linea con l'approccio inglese<sup>20</sup> e in netta contrapposizione con le tendenze allora dominanti nell'Europa continentale<sup>21</sup> – come mero strumento per l'esercizio in forma coordinata di diritti che il socio avrebbe potuto legittimamente esercitare in forma individuale<sup>22</sup>. La giurisprudenza americana in materia si sviluppò, quindi, direttamente come giudizio sulla validità in concreto dello specifico accordo oggetto di controversia, ossia sulla compatibilità del-

---

<sup>19</sup> Cfr. C.W. WILLARD, *Pooling Contracts and Public Policy*, in 31 *Am. L. Rev.*, 1897, 236; L.C.B. GOWER, *Building Societies and Pooling Agreements*, in 3 *Modern L. Rev.*, 1939, 33 ss.; nonché G. COTTINO, (nt. 3), 55 ss.

<sup>20</sup> Nella tradizione inglese, la concezione del diritto di voto come “*property right*” e la riconduzione della partecipazione sociale a finalità di profitto dirette (anziché mediate dalla realizzazione dell'interesse sociale), hanno certamente influenzato il giudizio in materia di legittimità dei patti di voto, supportando il convincimento che tali accordi fossero di per sé legittimi, in quanto meramente strumentali all'esercizio di diritti disponibili e a connotazione patrimoniale (cfr., tra gli altri, F.B. PALMER, *Company Law*<sup>10</sup>, Londra, Stevens & Sons, 1916, 170; nonché E. SELIGMAN, *The Relation of Law to the Modern Developments in Property Ownership*, in 11 *Proceedings of the Academy of Political Science*, 1925, 88 ss.). L'assolutezza di tale convincimento si coglie nettamente anche sul piano giurisprudenziale: anche le prime sentenze in materia si limitano a dare conto della legittimità di principio dei patti di voto, senza ricorrere ad accurate motivazioni o alla confutazione di tesi contrarie. Cfr. *Welton v. Saffery* (1897) AC 229: «of course, individual shareholders may deal with their own interests by contract in such way as they may think fit». Il precedente è citato in C.A. RILEY, *Vetoes and Voting Agreements: Some Problem of Consent and Knowledge*, in 44 *N. Ireland Legal Q.*, 1993, 48.

<sup>21</sup> Negli Stati dell'Europa continentale, la giurisprudenza era invece saldamente ancorata all'idea opposta, di nullità *per se* dei patti di voto: v., tra gli altri, anche per riferimenti giurisprudenziali, G. RIPERT, *Traité élémentaire de droit commercial*<sup>2</sup>, Parigi, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1951, 443, W. ZLUHAN, *Abstimmungs-Vereinbarungen des privaten Gesellschaftsrechtes*, in *Archiv für die civilistische Praxis*, 1928, 63 ss., A. WEILLER, *Oggetto e validità dei sindacati azionari di amministrazione*, in *Riv. bancaria*, 1926, 136 ss.

<sup>22</sup> Così, tra gli altri, M.J. SHUMAKER, *Securities Regulation – Securities Exchange Act of 1934 – Voting Trust Regulated under Sect. 14(a) – Greater Iowa Corp. v. McLendon*, in 9 *Boston College L. Rev.*, 1968, 521-522.

l'accordo con i vincoli imperativi espressi dalla *corporate law* o dalle norme in materia contrattuale<sup>23</sup>.

La riconduzione dei patti di voto a una matrice contrattuale pura certamente favorì il ricorso a tali forme di accordo, garantendone la legittimità di principio; quella stessa matrice, tuttavia, ne lasciò emergere, ben presto, un profilo di strutturale debolezza: tali accordi risultavano, infatti, fisiologicamente instabili, giacché il socio, pur vincolato contrattualmente, rimaneva comunque libero di esprimere in assemblea un voto difforme da quello convenuto, fatto salvo l'obbligo di risarcire il danno eventualmente subito dagli altri contraenti. La giurisprudenza in materia di patti di voto fu, infatti, percorsa, sin dal suo nascere, dal convincimento di inapplicabilità di rimedi in forma specifica in caso di inadempimento dell'accordo<sup>24</sup>.

Anche il ricorso a *proxy* di voto, diffuse negli Stati Uniti sin dalla prima metà dell'Ottocento<sup>25</sup>, contribuiva solo marginalmente a rafforzare la stabilità del vincolo contrattuale, giacché il socio avrebbe potuto, in ogni momento, revocare la delega, anche mediante comportamento concludente – tipicamente, con la partecipazione diretta del socio in assemblea<sup>26</sup>.

L'instabilità del vincolo, e più ancora la consapevolezza di tale instabilità, problematiche già nel caso di coordinamento a carattere puntuale – perché di fatto lasciavano incerto l'esito del voto, fino all'effettivo svolgimento dell'as-

---

<sup>23</sup> Cfr. H.W. BALLANTINE, *Voting Trusts, Their Abuses and Regulation*, in 21 *Texas L. Rev.*, 1942, 142-143.

Si tratta di un appoggio che, in Europa, prese compiutamente corpo soltanto negli anni '60 del Novecento, con la novella all'*Aktiengesetz* del 1965 e l'introduzione, al § 136, al. 3, di norme in materia di patti di voto, che ne riconoscevano la legittimità e ne individuavano specifiche cause di invalidità: v., sul punto, F. VON GODIN, H. WILHELMI, *Aktiengesetz vom 6. September 1965- Kommentar*<sup>4</sup>, Berlino, De Gruyter, 1971, t. 1, 790 ss.

<sup>24</sup> Si trattò di una sorta di dogma, di dubbia origine, ma che trovò conferma, seppure in forma di *obiter dictum*, una sentenza di fine Ottocento, che sembrava escludere la possibilità di ricorrere a *specific performance remedies* in caso di violazione di patti di voto: cfr. *Gage v. Fisher* (1895) 5 N.Dak. 297, 65 N.W.Rep., 809, 812, riportato tra gli altri in C.W. WILLARD, (nt. 19), 236.

<sup>25</sup> Non è certo quando lo strumento della *proxy* di voto, ignoto alla tradizione di *common law*, sia emerso nella prassi societaria americana; tuttavia, sin dalla metà dell'Ottocento il ricorso a tale strumento era documentato come ordinario, al punto che in diversi Stati furono introdotte norme interne a disciplina del fenomeno: sul punto, v. L. HORTON, *Voting Trusts in Corporations*, Cornell Law School, Historical Theses and Dissertation Collection, 1896, 1.

<sup>26</sup> Sul punto, W. LILIENTHAL, *Corporate Voting and Public Policy*, in 10 *Harvard L. Rev.*, 1897, 428, 430. Il tenore revocabile delle *proxy* trovò espressa conferma in *Smith v. San Francisco and Northern Pacific Ry. Co.* (1897) 115 Cal. 585, cit. tra gli altri in L. PROCTOR THOMAS, *Irrevocable Proxies*, in 43 *Texas L. Rev.*, 1965, 733, 743.

sembra – apparvero da subito strutturalmente incompatibili con l’obiettivo di coordinamento stabile e di lungo periodo, finalizzato all’esercizio del controllo societario.

Per rafforzare il vincolo di voto e limitare, se non addirittura neutralizzare, il rischio di inadempimento, si cominciò a fare ricorso a uno strumento tipico della tradizione di *common law* – il *trust*<sup>27</sup>: la proprietà delle azioni e l’esercizio dei diritti amministrativi venivano trasferiti, per un certo periodo di tempo, a uno o più *trustees*, incaricati di esercitare il voto secondo le modalità definite nell’accordo costitutivo di *trust*; gli azionisti conferenti, in qualità di “*beneficial owner*”, rimanevano titolari dei diritti patrimoniali associati alla partecipazione azionaria e, nel caso di *company trust*, ottenevano il rilascio di un titolo rappresentativo della partecipazione (il c.d. “*trust certificate*”), liberamente trasferibile<sup>28</sup>.

*Voting trust* così strutturati consentivano di realizzare un coordinamento di voto stabile e potenzialmente di lungo periodo (anche perché non necessariamente associato a una immobilizzazione finanziaria, dato il regime di autonoma circolazione dei *trust certificate*), perciò funzionale a garantire stabilità negli assetti di controllo e di governo dell’impresa. Tali caratteristiche contribuirono alla diffusione dei *voting trust* nella prassi societaria e al conseguente scrutinio giurisprudenziale, che investì, in questo caso, anche il profilo della validità di principio.

#### 4. *I voting trust nell’esperienza americana: finalità perseguite e giudizio di legittimità.*

Nell’esperienza americana, il giudizio circa la legittimità di principio e la validità in concreto dei *voting trust* presentò un andamento sostanzialmente oscillatorio, che alternava giudizi piuttosto permissivi a valutazioni radicalmente negative e appariva fortemente condizionato dal riscontro dell’uso in concreto di tale strumento nella prassi societaria e dalle finalità perseguite.

Tale processo si sviluppò nel corso dei decenni, a partire dalla seconda metà dell’Ottocento, intersecando momenti salienti della storia economica americana e contribuendo ad influenzare i processi legislativi.

---

<sup>27</sup> Per un’approfondita analisi dell’istituto, anche in chiave storica, v. J. MORLEY, *The Common Law Corporation: The Power of the Trust in Anglo-American Business History*, in 116 *Columbia L. Rev.*, 2016, 2144 ss.

<sup>28</sup> V. tra gli altri S.E. BALDWIN, *Voting-Trusts*, in 1 *Yale L. J.*, 1891, 1 ss. Sul fenomeno si tornerà, più diffusamente, nei paragrafi che seguono.



#### 4.1. *Gli anni '60 e '70 dell'Ottocento. La meritevolezza delle finalità perseguite e la legittimità di principio dei voting trust.*

Il ricorso ai *trust* di voto in funzione rafforzativa di *pooling agreements*, al fine di arginare il rischio di inadempimento e limitare l'instabilità del vincolo contrattuale, si ritiene risalga almeno alla prima metà dell'Ottocento<sup>29</sup>. La prima traccia di *voting trust* nella giurisprudenziale americana risale, invece, al 1867 e si riferisce a un'azione promossa, a ridosso dell'assemblea, da un gruppo di soci, i quali chiedevano che fosse inibito al *trustee* l'esercizio del diritto di voto, sostenendo l'illegittimità dell'accordo di *trust* sottostante<sup>30</sup>.

In questa sentenza, come anche in quelle emesse negli anni immediatamente successivi, i giudici non ravvisarono profili di illegittimità di principio nel ricorso ai *voting trust*, e anzi rigettarono, come espressive di condotte opportunistiche, le azioni giudiziali con le quali i soci di minoranza tentavano di invalidare il *trust*<sup>31</sup>.

Sul giudizio, tendenzialmente permissivo, che connotò la prima casistica in materia, probabilmente pesò il riscontro degli scopi in concreto perseguiti mediante la costituzione di *voting trust*.

A tale strumento, invero, si fece ampio ricorso, specialmente negli anni '70 dell'Ottocento, nel contesto di operazioni di risanamento delle imprese, e in particolare di quelle attive nel settore ferroviario, al tempo interessate da un grave stato di indebitamento: gli azionisti di maggioranza della o delle società coinvolte trasferivano le proprie partecipazioni in un *trust*, gestito dalla banca finanziatrice, la quale esercitava, per il tramite di *trustee* di propria fiducia, il diritto di voto relativo alle partecipazioni conferite, normalmente fino all'estinzione del debito. In tal modo, il soggetto finanziatore acquisiva il controllo temporaneo della/e impresa/e, nominandone gli amministratori e definendone, per tale via, le politiche di gestione e di risanamento<sup>32</sup>. Il *trust* diventava,

---

<sup>29</sup> Così riporta A. LEAVITT, *The Voting Trusts*, New York, Columbia University Press, 1941, 18-20.

<sup>30</sup> Le fonti individuano come primo precedente in materia il caso *Brown v. Pacific Mail S.S. Co.* (1867) Cir. Ct. NY, 5 *Blatch*, 525, Fed. Ca. N. 2025. Si trattava di un *trust* di durata quadriennale, che prevedeva l'attribuzione al *trustee* del potere di assumere la decisione di voto ed esprimerla in assemblea – *trust* che, secondo i giudici, non presentava profili di illegittimità. Una accurata sintesi del caso può leggersi in S.E. BALDWIN, (nt. 28), 10-11.

<sup>31</sup> Così N.R. LAMOREAUX, L.P. SAWYER, *Voting Trusts and Antitrust: Rethinking the Role of Shareholder Litigation in Public Regulation, from the 1880s to the 1930s*, in 39 *L. & History Rev.*, 2021, 575-579, 583.

<sup>32</sup> H.A. CUSHING, *Voting Trust. A Chapter in Recent Corporate History*, New York, Mac-

quindi, uno strumento di accesso al credito bancario, necessario per evitare il *default* delle imprese.

Al *voting trust* si faceva, poi, ricorso per la costituzione e la stabilizzazione di posizioni di controllo societario congiunto, specialmente in quelle società a proprietà piuttosto concentrata, nelle quali la presenza di azionisti individualmente marginali faceva sorgere il rischio di conflitti o di stallo decisionale<sup>33</sup>.

In questo contesto, l'adozione di un istituto della tradizione di *common law* per la realizzazione uno scopo (il coordinamento per l'esercizio del diritto di voto) ritenuto di per sé legittimo<sup>34</sup> e per il conseguimento obiettivi finali (quali il risanamento dell'impresa o la stabilizzazione del controllo societario) evidentemente meritevoli di tutela, se non addirittura desiderabili (in quanto in grado di realizzare non solo l'interesse degli stipulanti, ma anche quello dei creditori e, più in generale, degli *stakeholder*<sup>35</sup>), non suscitò nell'immediato alcun dubbio di legittimità.

#### 4.2. *Gli anni '80 e '90 dell'Ottocento. Il ricorso al voting trust come strumento di "consolidation" per il perseguimento di finalità anticoncorrenziali.*

L'approccio giurisprudenziale ai *voting trust* mutò intorno agli anni '80 dell'Ottocento, al tempo della c.d. "seconda rivoluzione industriale", quando i significativi miglioramenti nel sistema dei trasporti e nelle tecnologie produttive, uniti a una forte crescita demografica, segnarono il definitivo passaggio da una economia a base rurale a un'economia a base industriale<sup>36</sup>. La

---

Millan, 1915, 4 ss. ove anche numerosi esempi di *trust* di risanamento che coinvolgevano imprese ferroviarie. Tale forma di utilizzo dei *voting trust* venne ben presto esteso ad altri settori – dal manifatturiero, all'industria alimentare, ai trasporti marittimi: così, tra gli altri, A. LEAVITT, (nt. 29), 112-114.

<sup>33</sup> Si trattava, in questo caso, di *voting trust* in funzione di stabilizzazione di *pooling agreements*, i quali presentavano, di norma, una durata piuttosto lunga: l'*Atlantic and Pacific Trust*, per es., venne istituito nel 1880 e prorogato fino al 1937. Sul punto, v. ancora H.A. CUSHING, (nt. 32), 6-8.

<sup>34</sup> «It is generally held that shareholders may agree to vote their shares as a unit for the election of directors»: così, H.W. BALLANTINE, (nt. 23), 142, a proposito della prima giurisprudenza in materia di *voting trust*.

<sup>35</sup> Così, tra gli altri, N.R. LAMOREAUX, L.P. SAWYER, (nt. 31), 572.

<sup>36</sup> Il tema è diffusamente affrontato dagli storici dell'economia: si vedano, tra gli altri, J. ATACK, P. PASSEL, *A New Economic View of American History*<sup>2</sup>, New York-London, Norton,

maggior fluidità degli scambi commerciali ebbe l'effetto di dilatare i mercati, di ampliare l'offerta a disposizione dei consumatori e, per tale via, di stimolare la concorrenza tra imprese. Ne conseguì una marcata riduzione dei prezzi, e quindi dei profitti, che indusse imprese indipendenti a coordinarsi tra loro per disciplinare la produzione e definire in modo concertato il prezzo di mercato<sup>37</sup>.

L'allineamento strategico venne allora raggiunto ricorrendo a *trust*, anziché a strumenti contrattuali puri. Questi, infatti, apparivano piuttosto instabili tanto sotto il profilo strutturale, in quanto esposti al rischio di inadempimento dell'accordo, e quindi di disallineamento strategico dallo schema collusivo, quanto sotto il profilo giuridico, giacché nella tradizione di *common law* i contratti idonei a realizzare un *restraint of trade* erano di per sé qualificati come *unenforceable*<sup>38</sup>.

Per converso, il *trust* di voto consentiva di realizzare un'aggregazione stabile di nuclei produttivi, tale da dar luogo, nella sostanza, a un'unica entità economica, gestita da un *trustee*<sup>39</sup>. Si realizzavano, così, effetti di consolidamento non dissimili, nella sostanza, da quelli propri del gruppo di imprese – in un contesto, però, nel quale il ricorso a strutture di gruppo, o anche il mero acquisto di partecipazioni di società in altra società, erano ancora vietate<sup>40</sup> – o da quelli realizzabili mediante più complesse procedure di fusione – le quali, pur non vietate, erano significativamente ostacolate dalla previsione, nelle

---

1994, 191 ss.; R.E. GALLMAN, *Economic Growth and Structural Change in the Long Nineteenth Century*, in L. ENGERMAN, R.E. GALLMAN (eds.), *The Cambridge Economic History of the United States*, vol. II, *The Long Nineteenth Century*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008, 1 ss.; D. LINDSTROM, *Macroeconomic Growth: The United States in the Nineteenth Century*, in 4 *J. Interdisciplinary History*, 1983, 679 ss.

<sup>37</sup> V. per tutti, R.J.R. PERITZ, *Competition Policy in America. History, Rhetoric, Law*<sup>2</sup>, Oxford, Oxford University Press, 2000, 17 ss.

<sup>38</sup> Così, J. WALKER, *Pooling Agreements in Restraint of Trade*, in 13 *Insurance L. J.*, 1884, 854 ss., a commento della sent. *Metzger v. Cleveland*, emessa nel 1883 dalla *Superior Court of Marion County* (Indiana).

<sup>39</sup> Cfr. W.D. COLLINS, *Trusts and the Origins of Antitrust Legislation*, 81 *Fordham L. Rev.*, 2013, 2279, 2315-2316.

<sup>40</sup> Solo nel 1889, con l'adozione in New Jersey della nuova *corpportate law*, si cominciò a riconoscere come legittimo l'acquisto di partecipazioni sociali da parte di altre società e, quindi, la possibilità di costituire gruppi di imprese. In un contesto di fisiologica concorrenza tra ordinamenti statali, tale regola, particolarmente attrattiva degli investimenti perché rispondente all'esigenza di consolidamento delle imprese, venne presto fatta propria da tutti gli stati federati: per riferimenti sul punto, si fa rinvio, tra gli altri, a H. WELLS, *The Modernization of Corporation Law, 1920-1940*, in 11 *Univ. Pennsylvania L. Rev.*, 2009, 583 ss.

norme statali di *corporate law*, di super-maggioranze, se non addirittura di criteri unanimistici, per l'adozione delle relative deliberazioni<sup>41</sup>.

Non stupisce, allora, che negli anni della c.d. “*merger wave*” il *trust* apparisse come lo strumento più efficace per realizzare effetti sostanzialmente concentrativi, senza ricorrere a una procedura di fusione<sup>42</sup> e, al contempo, senza realizzare una aggregazione cartellistica potenzialmente idonea a impingere nei divieti antitrust, già adottati da diversi Stati federati e anticipatori dei contenuti dello Sherman Act<sup>43</sup>.

L'affermarsi dei *trust* nella realtà economica del tempo e l'aggregazione di potere economico che essi realizzarono indussero, com'è noto, il legislatore federale ad adottare una legislazione antimonopolistica in senso moderno<sup>44</sup>.

Questa ebbe sì l'effetto di contenere o sanzionare le condotte di *monopolization* realizzate dal *trust* (e quindi, condotte individuali distorsive della concorrenza), ma non intaccò il ricorso al *trust* come strumento di aggregazione stabile di imprese. La legislazione antimonopolistica federale, infatti, pur menzionando nella sect. 1 le «combinations in restraint of trade», in realtà vietava gli accordi con finalità anticoncorrenziali realizzati da entità economiche tra loro indipendenti, e non quegli accordi con i quali più imprese si combinavano in forma stabile, dando luogo a un'unica entità economica. Né sarebbe risultata ammissibile un'interpretazione elastica del divieto, fino a coprire le operazioni di concentrazione, perché difficilmente compatibile con la natura penalistica di quelle norme e perché probabilmente percepita come ingiustificabile restrizione alla *freedom of contract* e al diritto di proprietà<sup>45</sup>.

Invero, secondo alcuni, fu proprio l'entrata in vigore dello Sherman Act che, limitando la convenienza del coordinamento cartellistico, incentivò la *combination* stabile di imprese mediante il ricorso a quello strumento – per

---

<sup>41</sup> Così, da ultimo W.D. COLLINS, (nt. 39), 2307-2309. Nella tradizione di *common law*, la realizzazione di operazioni di fusione richiedeva il consenso unanime degli azionisti; tale regola subì un primo temperamento nel 1888 quando, sempre in New Jersey, si introdusse un criterio di maggioranza qualificata (dei due terzi), poi fatto proprio da altri stati (tra cui, nell'immediato, Massachusetts, Illinois e California): così riportano N.R. LAMOREAUX, L.P. SAWYER, (nt. 31), 578.

<sup>42</sup> Una descrizione del fenomeno concentrativo tra la fine dell'Ottocento e i primi anni del Novecento può leggersi in H. HOVENKAMP, (nt. 5), 241 ss.; nonché in S.P. HAY, *The Social Analysis of American Political History 1880-1920*, in *Pol. Science Quarterly*, 1965, 381 ss.

<sup>43</sup> Cfr. sul punto G.J. STIGLER, *The Origin of the Sherman Act*, in 14 *J. Legal Studies*, 1985, 1 ss., e spec. 7 ss.

<sup>44</sup> V. per tutti, R.J.R. PERITZ, (nt. 37), 27 ss.

<sup>45</sup> Così, ancora R.J.R. PERITZ, (nt. 37), 38-39.

l'appunto, il *trust* – che, al tempo, si presentava come il più efficace e conveniente rispetto allo scopo<sup>46</sup>.

In questo scenario, il *voting trust* si affermò nella prassi come strumento di elusione dei vincoli normativi, adottato per conseguire extra-profitti concorrenziali, al riparo dal rischio di azioni antitrust, in una fase storica nella quale mancavano leggi federali per la disciplina antitrust delle concentrazioni<sup>47</sup>.

#### 4.3. *La giurisprudenza di fine Ottocento. L'emersione della questione di legittimità di principio dei voting trust.*

L'intensificarsi del ricorso ai *voting trust* nella prassi societaria comportò un corrispondente incremento anche della giurisprudenza in materia, che si orientò, alla fine dell'Ottocento, su posizioni ben più restrittive di quelle emerse in precedenza.

Verosimilmente, al radicale mutamento di orientamento – che si spinse fino a negare la legittimità di principio dei *voting trust* – contribuì in modo determinante l'osservazione dell'uso in concreto dello strumento del *trust*, spesso associato a finalità illecite, elusive o fraudolente<sup>48</sup>. Da qui, la volontà di intervenire con efficaci strumenti correttivi: un giudizio di illegittimità di principio, sostenuto da argomenti di carattere strutturale relativi al *trust*, appariva senz'altro adeguato rispetto allo scopo.

Si cominciò, così, a sostenere che il diritto di voto, attribuito al socio per la realizzazione di interessi sociali, non potesse essere separato dalla proprietà delle azioni e trasferito stabilmente a un soggetto (il *trustee*) privo interesse diretto nell'impresa: «[t]he law presumes that the pecuniary interest of a stock-holder will be a motive to impel him to vote in such a manner it will promote the interest of a company. Such a motive is entirely lacking in one who is not a stockholder – if such a person be empowered to vote for direc-

---

<sup>46</sup> Cfr. ancora H. HOVENKAMP, (nt. 5), 423, che così chiosava: «if you want to avoid Sherman Act prosecution, form “tight” combination rather than cartels».

<sup>47</sup> Così ancora N.R. LAMOREAUX, L.P. SAWYER, (nt. 31), 570 ss.,

<sup>48</sup> Cfr. C. BURKE, *Voting Trusts Currently Observed*, in *Minnesota L. Rev.*, 1940, 349; nonché M. FINKELSTEIN, *Voting Trust Agreements*, in *24 Mich. L. Rev.*, 1924, 344, 351-352, il quale osservava: «the word “trust” has been associated in the minds, even of jurists, with schemes to defraud the public [...]. Law which is made by judges often reflects popular waves of thought [...] That the popular animosity to “trusts” should have had its effect on the treatment of “voting trust agreements” by the courts is therefore not to be wondered at».

tors, he may be subject to interests and motives other than such as would conduce to the welfare of the company»<sup>49</sup>.

In altri termini, si riteneva che solo l'attribuzione del diritto di voto al soggetto titolare di un interesse economico diretto nell'impresa potesse assicurare la migliore realizzazione dell'interesse sociale<sup>50</sup>: «the power to vote is inherently annexed and inseparable from the real ownership of each share, and can only be delegated by proxy with power of revocation»<sup>51</sup>.

In questo contesto, i *voting trust* – che implicavano per definizione la separazione del diritto di voto dagli altri diritti sociali e l'attribuzione del primo, per tutta la durata del *trust*, a un soggetto di per sé estraneo alla compagine sociale, chiamato a realizzare gli obiettivi del *trust*, e non necessariamente l'interesse sociale – apparivano come strumento di violazione dei doveri “fiduciari” propri del socio, tra cui, per ciò che qui rileva, quello di esercitare il diritto di voto *in the best interest of the corporation*<sup>52</sup>.

Da qui, la conclusione di illegittimità *per se* del *voting trust*, per contrasto con *public policy*<sup>53</sup>, giudizio che – a quanto consta – non si estese anche agli accordi di voto semplici (*voting agreement* o *pooling agreement*)<sup>54</sup>, a riprova del fatto che l'elemento di incompatibilità con l'ordine pubblico era ravvisato,

---

<sup>49</sup> V. *Hafer v. NYLE* (1885) 14 Ohio W.L.B. 68, cit. in M. FINKELSTEIN, (nt. 48), 366-367. In senso analogo, v. *Shelmerdine v. Welsh* (1890) 47 L.I. Phila. C.P. 26 (citata tra gli altri in C.H. BURR Jr., *The Validity of Voting Trust Provisions in Recent Railroad Reorganizations*, in 44 *American L. Register and Rev.*, 1896, 413, 424), a proposito di un *trust* creato per il risanamento della Reading Railroad, nel quale si prevedeva l'attribuzione di penetranti poteri decisionali a un *board* di *trustees*. A ridosso dell'assemblea, uno degli azionisti estranei al *trust* si rivolse al giudice, chiedendo che fosse inibito ai *trustee* l'esercizio del voto. In quell'occasione, i giudici rigettarono la richiesta, ma allo stesso tempo sottolinearono l'illegittimità di una separazione stabile del diritto di voto dai diritti patrimoniali: «the person who votes must, consequently, be an owner».

<sup>50</sup> Cfr. *Bostwick v. Chapman* (1890) 60 Conn. 553, 24 Atl. 32 e, in senso cnf., *Cone v. Russell* (1891) 48 N.J. Eq. 208, 21 Atl. 874, entrambi citati, tra gli altri, in C.W. WILLARD, (nt. 19), 238-239, e in M. SMITH, *Limitation on the Validity of Voting Trusts*, in 22 *Columbia L. Rev.*, 1922, 627-628, cui si rinvia per ulteriori riferimenti giurisprudenziali (alla nt. 3).

<sup>51</sup> Così in *Harvey v. Linville Imp. Co.* (1896) 118 N.C. 693 S.E. 489, cit. in J.W. LILIEN-THAL, (nt. 26), 130.

<sup>52</sup> Cfr. G.S. ALEXANDER, *The Transformation of Trusts as a Legal Category, 1800-1914*, in 5 *Law & History Rev.*, 1987, 303 ss. e spec. 322-336.

<sup>53</sup> Per un elenco dei non numerosi (se si considera la diffusione dei *voting trust* nella prassi societaria) casi in materia, con indicazione anche degli esiti della sentenza, v. rinvia all'appendice all'articolo di N.R. LAMOREAUX, L.P. SAWYER, (nt. 31), 598-600.

<sup>54</sup> Così riferisce C.W. WILLARD, (nt. 19), 236.

essenzialmente, nel carattere non meramente transitorio e non agevolmente reversibile (almeno per la durata del *trust*) della separazione del diritto di voto dalla persona del socio<sup>55</sup>.

Tale approccio – di nullità *per se* dei *voting trust* per contrasto con ordine pubblico – riecheggia quello sostenuto dalla giurisprudenza europea del tempo, anch'esso ancorato alla concezione del diritto di voto come diritto-funzione, attribuito al socio per la realizzazione dell'interesse sociale<sup>56</sup>. Tuttavia, la giurisprudenza europea arricchiva la tesi della nullità di argomenti ulteriori, collegati all'effetto di alterazione del procedimento assembleare e alla violazione indiretta del principio maggioritario, propri dei patti di voto, e specialmente di quelli non deliberanti all'unanimità<sup>57</sup>. Tali argomenti rimasero, invece, estranei alla giurisprudenza americana, verosimilmente per il carattere *enabling* del diritto societario statale, in contrapposizione alla forte imperatività che connotava le legislazioni europee ottocentesche.

Inoltre, laddove in Europa la valutazione di illegittimità di principio degli accordi di voto appariva granitica, negli Stati Uniti, invece, continuavano a registrarsi posizioni più flessibili e permissive che, in linea con la prima giurisprudenza in materia, operavano un apprezzamento di meritevolezza in concreto del *trust*, alla luce degli obiettivi perseguiti e degli effetti realizzati, per concludere nel senso della validità o meno dello specifico accordo.

Ciò portò, per es., a giudicare come legittimo un *voting trust* costituito per lo sviluppo di un brevetto<sup>58</sup> o quelli con i quali, in presenza di un forte indebi-

---

<sup>55</sup> Cfr. J.W. LILIENTHAL, (nt. 26), 431-432.

<sup>56</sup> Sul punto, v., anche per riferimenti giurisprudenziali, V. SALANDRA, *Liceità dei patti relativi al voto nelle assemblee delle anonime*, in *Annuario dir. comparato*, 1937, II, 76 ss.; H. BOSVIEUX, *Des conditions restrictives de la liberté du droit de vote dans les assemblées générales des sociétés commerciales par actions*, in *Jour. Sociétés*, 1939, 66 ss.

<sup>57</sup> Sul punto, v., oltre ai contributi citati nella nt. precedente, anche in L. MAEYENS, P. ROOSE, *Syndicats d'actionnaires de société anonyme. Restriction à la cession des actions – Pacte de votation*, in *Rev. pratique sociétés civiles commerciales*, 1964, 62 ss.; C. FREYRIA, *Étude de la jurisprudence sur les conventions portant atteinte à la liberté du vote dans les sociétés*, in *Rev. droit comm.*, 1951, 421 ss.; P. VAN OMMESLAGHE, *Les conventions d'actionnaires en droit belge*, in *Rev. pratique soc.*, 1989, 289 ss.; J. DOHM, *Les accords sur l'exercice du droit de vote de l'actionnaire*, Genève, Librairie de l'Université, 1971, 11 ss.

<sup>58</sup> Cfr. *White v. Thomas Inflatable Tire Company* (1892) 52 N.J. Eq. 178, cit. tra gli altri da C. BURKE, (nt. 48), 351.

Nello specifico, un inventore e un certo numero di finanziatori avevano convenuto di costituire una società nella quale l'inventore avrebbe conferito il brevetto e ottenuto la maggioranza delle azioni, in modo da trattenere la quota maggiore degli utili derivanti dallo sfruttamento del brevetto stesso, mentre gli altri soci avrebbero partecipato apportando i fondi necessari a svi-

tamento, si attribuiva il controllo temporaneo dell'impresa alla banca finanziatrice, al fine di scongiurare il fallimento<sup>59</sup>. Ancora, in applicazione del medesimo approccio valutativo, si negò la legittimità di un *voting trust* avente l'effetto di concentrare la maggioranza dei voti assembleari in capo a un solo soggetto – fatto, secondo i giudici, mai auspicabile<sup>60</sup>.

Tale approccio, orientato nel senso di un giudizio di validità caso per caso, rimase al tempo minoritario, in un contesto ove invece prevaleva in giurisprudenza la tesi della nullità di principio dei *voting trust*.

Al contempo, però, in alcuni tra gli Stati a economia più avanzata, si cominciò a introdurre una prima disciplina legislativa in materia di *voting trust*, che fece da modello per le legislazioni statali diffusamente adottate nei decenni successivi e, sul piano comparatistico, anticipò di più di mezzo secolo gli interventi legislativi europei in materia patti di voto<sup>61</sup>.

In particolare, nello Stato di New York, già nel 1897, si giunse a sancire espressamente la validità di quegli accordi con cui il socio trasferiva ad altri l'esercizio del diritto di voto e a definirne le condizioni di validità, quanto alla forma (necessariamente scritta), alla durata (non superiore al quinquennio) e alla trasparenza (con obbligo di deposito del patto presso la sede sociale e di annotazione del patto sul titolo azionario, onde evitare la formazione di *voting trust* segreti)<sup>62</sup>, con una disciplina che toccava gli elementi sui quali ancora

---

luppare e valorizzare quel brevetto, e allo stesso tempo riservandosi l'esercizio del potere di controllo della società, pur a fronte di una partecipazione complessivamente minoritaria al capitale. Per realizzare tale assetto, le parti costituirono un *voting trust*, che prevedeva la riserva di nomina degli amministratori in capo agli azionisti di minoranza.

<sup>59</sup> Si espresso nel senso della legittimità, *Mobile & Ohio R.R. v. Nicholas* (1892), 98 Ala. 92, con il seguente argomento: «tested by any principle of law, legal or equitable, the agreement was not only valid, but fair at least to the corporation, company and stockholders». Il precedente è citato in M. FINKELSTEIN, (nt. 48), 354.

<sup>60</sup> Così, *Mack v. DeBardeleben Coal & Iron Co.* (1889) 90 Ala. 396, riportata in M. FINKELSTEIN, (nt. 48), 352. Tale posizione rimase confinata a quest'unico precedente, giacché, come si avrà modo di verificare più avanti, uno degli argomenti addotti a sostegno della validità dei *voting trust* fu proprio l'effetto di stabilizzazione degli assetti proprietari e di controllo dell'impresa, da questi derivante.

<sup>61</sup> Il riferimento è soprattutto al § 136 all'*Aktiengesetz* novellato nel 1965 (v. *supra*, nt. 23). Gli interventi normativi precedenti, pure riscontrabili, ebbero tenore essenzialmente negativo: v. al riguardo, l'art. 10 del d.l. 31 agosto 1937, che introduceva, in Francia, la previsione di nullità per tutti gli accordi dispositivi del diritto di voto. Sul punto, v. tra gli altri, H. DECUGIS, *Les modifications apportées au régime des sociétés par actions par les articles 4 et suivants du décret du 31 août 1937*, in *Jour. Sociétés*, 1938, 65 ss., e spec. 83 ss.

<sup>62</sup> C. BURKE, (nt. 48), 360-361.



oggi si appunta l'attenzione dei legislatori. Norme di identico tenore vennero introdotte, nel 1908, anche nel Maryland<sup>63</sup>.

Emergeva, in altri termini, una sostanziale eterogeneità di posizioni rispetto alla legittimità dei *voting trust*, divergenza che giunse a composizione ai primi del Novecento.

#### 4.4. *Il primo decennio del Novecento: il riconoscimento della legittimità di principio dei voting trust.*

Gli orientamenti giurisprudenziali più restrittivi in materia di legittimità dei *voting trust*, prevalenti, ma non unanimi, alla fine dell'Ottocento, vennero superati nel giro di pochi anni, in favore di una valutazione caso per caso, che ancorava il giudizio di invalidità non più alle caratteristiche strutturali del *trust*, quanto alle finalità perseguite e agli effetti realizzati.

In questo passaggio evolutivo, due fattori sembrano aver rivestito un ruolo centrale: per un verso, il riscontro dell'utilità in concreto dei *voting trust* e, per altro verso, la scarsa persuasività, anche a livello sistematico, degli argomenti addotti in supporto della tesi di nullità.

Nella prassi societaria dei primi del Novecento, il *voting trust* si andava affermando come strumento versatile per la realizzazione di obiettivi altrimenti difficilmente conseguibili.

Era già nota l'utilità dei *voting trust* come condizione di accesso, o di facilitazione nell'accesso, al credito bancario, giacché tali strumenti garantivano all'ente finanziatore il controllo temporaneo dell'impresa, fino all'estinzione del prestito. Tale formula, già ampiamente sperimentata nell'ambito di operazioni di risanamento dell'impresa in crisi, venne poi efficacemente adottata anche per il finanziamento dell'impresa *in bonis*, volto alla realizzazione di specifici piani industriali<sup>64</sup>.

Inoltre, ai *voting trust* si cominciò a fare ricorso anche per la realizzazione di piani strategici di medio-lungo termine o di rilevanti operazioni gestorie, oppure all'avvio di nuove attività – quando, cioè, per il buon esito dell'operazione era indispensabile la garanzia di stabilità degli assetti di governo dell'impresa. In questi casi, si provvedeva a trasferire il controllo dell'impresa a un *trustee*, incaricato di attuare il piano o realizzare l'operazione concordata<sup>65</sup>.

<sup>63</sup> Cfr. H.A. CUSHING, (nt. 32), 94-95.

<sup>64</sup> W.P. ROGERS, *Pooling Agreements among Stockholders*, in 19 *Yale L. J.*, 1910, 351; M. FINKELSTEIN, (nt. 48), 350.

<sup>65</sup> Cfr. M. SMITH, (nt. 50), 630-632; C. BURKE, (nt. 48), 350-351.

Ancora, all'inizio del Novecento, apparve sempre più evidente l'utilità dei *voting trust* come strumento di costituzione, stabilizzazione o rafforzamento del controllo societario<sup>66</sup>: il ricorso a *trust* consentiva, infatti, di predefinire le decisioni strategiche e demandarne al *trustee* la concreta attuazione; in tal modo, si prevenivano situazioni di conflitto tra soci di maggioranza o di stallo decisionale e si garantiva stabilità nella gestione dell'impresa, a beneficio non solo degli azionisti coinvolti, ma della società del suo complesso e dei creditori sociali<sup>67</sup>. Tale argomento ebbe, invero, un peso non secondario nel giudizio di validità dei *voting trust*, data anche la piena consapevolezza dell'importanza della stabilità nella gestione dell'impresa: «a vacillating policy [...] is a real evil, and the “voting trust” is the remedy to which, of late years, there has been frequent resort»<sup>68</sup>.

In altri termini, i benefici conseguibili attraverso i *voting trust* sembravano, ormai, superare i rischi, pure ancora presenti, di un uso del *trust* in funzione elusiva di vincoli normativi – specialmente di quelli relativi alla realizzazione di operazioni di fusione<sup>69</sup>.

Al superamento della tesi di nullità *per se* dei *voting trust* certamente contribuì anche l'intrinseca fragilità degli argomenti elaborati in giurisprudenze per sostenere la contrarietà dei *voting trust* a *public policy*.

Invero, la stessa riconduzione della invalidità al contrasto con *public policy* appariva di per sé poco convincente, giacché nella tradizione di *common law* tale categoria era riferita a poche, specifiche fattispecie, che non ricorrevano nel caso di *trust* di voto<sup>70</sup>.

Allo stesso modo, la concezione del diritto di voto come diritto-funzione, attribuito al socio per la realizzazione dell'interesse sociale ed espressivo di doveri fiduciari del socio verso società, appariva in contrasto con la concezione “patrimonialistica” della partecipazione sociale, che intanto si era affermata come dominante e che portava a ritenere legittimo l'esercizio dei diritti sociali

---

<sup>66</sup> Così ancora H.W. BALLANTINE, (nt. 23), 149.

<sup>67</sup> Cfr. W.P. ROGERS, (nt. 64), 351; M. FINKELSTEIN, (nt. 48), 350.

<sup>68</sup> Così osservava S.E. BALDWIN, (nt. 28), 1.

<sup>69</sup> Ciò avveniva in una fase storica nella quale le operazioni di concentrazione sfuggivano al controllo antitrust e incontravano limiti soltanto nelle norme societarie dei singoli Stati: sul punto, v. R.J.R. PERITZ, (nt. 37), 43, nonché il § 4.5, *infra*.

<sup>70</sup> Nello specifico, la nullità per contrasto con *public policy* era predicata con riguardo ad accordi derivanti da atti corruttivi o espressione di turpitudine morale, accordi in contrasto con la pubblica fede o *in restraint of trade* e ancora accordi volti a influenzare una pubblica autorità: così J.W. LILIENTHAL, (nt. 26), 431.

per il conseguimento di vantaggi patrimoniali diretti – e non necessariamente dell’interesse della società – con il solo limite del divieto di atti fraudolenti verso la società o verso le minoranze azionarie<sup>71</sup>.

Entro tale cornice teorica, la giurisprudenza cominciò a qualificare il diritto di voto come «a property right and a very valuable right»<sup>72</sup>, in piena adesione alla visione patrimonialistica del diritto di voto che da sempre connotava l’esperienza inglese.

Anche l’argomento della necessaria corrispondenza tra esercizio del diritto di voto e partecipazione sociale appariva poco persuasivo e, anzi, sembrava richiamare una idea archetipica di esercizio (personale) del diritto di voto non più coerente, sul piano sistematico, con la legislazione vigente (che ammetteva, e anzi espressamente disciplinava, tanto il ricorso a *proxy* di voto, quanto l’emissione di azioni senza diritto di voto<sup>73</sup>), né corrispondente alla realtà delle *corporation* del tempo: in società con centinaia o migliaia di azionisti, l’esercizio su base personale e individuale del diritto di voto sarebbe stato materialmente impraticabile, né poteva ritenersi plausibile che la decisione di voto maturasse in conseguenza del libero dibattito tra azionisti. L’esercizio del diritto di voto avveniva già normalmente in forma delegata, mediante il ricorso a *proxy* o a *proxy committee*, e una quota considerevole, spesso maggioritaria, dei diritti di voto era già espressa da banche e *broker* per conto dei propri clienti-azionisti<sup>74</sup>. Peraltro, sembra che fosse prassi comune provvedere all’aggiornamento del libro-soci solo in occasione del pagamento dei dividendi, cosicché era ben probabile che il diritto di voto fosse esercitato da soggetti non(più)-soci<sup>75</sup>.

In questo contesto, quindi, il *voting trust* non rappresentava certo una anomalia di sistema.

Peraltro, nel suo concreto atteggiarsi, il *trust* sembrava imprimere al diritto di voto degli azionisti una limitazione meno pronunciata di quanto non ci si aspettasse.

---

<sup>71</sup> Così, tra gli altri, C. BURKE, (nt. 48), 358-358; E. SNEED, (nt. 13), 28.

<sup>72</sup> Cfr. *Warren v. Pim* (1904), 66 N.J. Eq. 773, cit. in H.W. BALLANTINE, (nt. 23), 150.

<sup>73</sup> Cfr. C. BURKE, (nt. 48), 359, il quale così concludeva: «there is not mystical unity between the voting power and the ownership of stock».

<sup>74</sup> Cfr. H.A. CUSHING, (nt. 32), 28-30, il quale fornisce anche indicazioni sul numero di azionisti di alcune tra le grandi *corporations* del tempo (per es. 92,225 nella Pennsylvania Railroad Company; 59,415 in American Telephone and Telegraph Company).

<sup>75</sup> Così riferiscono H.A. CUSHING, (nt. 32), 113-116; E. SNEED, (nt. 13), 28; e v. J.J.W. LI- LIENTHAL, (nt. 26), 431-432.

Risulta, infatti, che solo di rado l'accordo di *trust* prevedesse che la decisione di voto fosse interamente demandata alla discrezionalità del *trustee*; il più delle volte, invece, il *trustee* operava come mero portavoce della volontà di voto dei diversi centri di interesse (azionisti, creditori, finanziatori) coinvolti nel *trust*<sup>76</sup>.

Le critiche dottrinali rispetto agli orientamenti giurisprudenziali restrittivi, combinate con le spinte della prassi societaria<sup>77</sup>, ben consapevole dell'utilità in concreto del *trust*, determinarono, nel giro di pochi anni, un mutamento sostanziale nell'approccio giurisprudenziale.

Per superare le obiezioni di legittimità di principio dei *voting trust*, i giudici valorizzarono un principio, emerso in forma di *dissenting opinion* nella giurisprudenza di fine Ottocento, secondo cui non vi erano nella *common law* fattori di per sé ostativi alla separazione del diritto di voto dai diritti patrimoniali associati alla partecipazione sociale<sup>78</sup>. Da qui, la non sostenibilità della tesi di invalidità *per se* dei *voting trust* e, insieme, l'opportunità di valutare tali accordi alla luce dell'intrinseca meritevolezza degli obiettivi perseguiti, ritenendoli validi quando «coupled with an interest»<sup>79</sup>.

Tale approccio portò a confermare la validità dei *voting trust* di finanziamento, specialmente quando idonei a prevenire il fallimento dell'impresa, nonché dei *trust* di stabilizzazione del controllo societario o di quelli realizzati al fine di avviare una nuova attività<sup>80</sup>; e, per converso, a considerare come nulli i *voting trust* di durata indeterminata o a carattere irrevocabile, in quanto

---

<sup>76</sup> Così, ancora, H.A. CUSHING, (nt. 32), 83 ss.

<sup>77</sup> D'altra parte, si osservava già al tempo, «the tendency of the rules of law is [...] to follow the economic and industrial necessities. This is especially true in the law of private corporation [...] The Courts have responded in an elastic and willing manner so as to adjust corporate conceptions to economic and social facts and developments»: così, I.M. WORMSER, *The Legality of Corporate Voting Trusts and Pooling Agreements*, in 18 *Columbia L. Rev.*, 1918, 123.

<sup>78</sup> Il riferimento è a *Smith v. San Francisco and Northern Pacific Ry. Co.* (1897) 115 Cal 584, ribadito qualche anno più tardi in *Brightman v. Bates* (1900) 175 Mass. 105, entrambi riportanti in M. FINKELSTEIN, (nt. 48), 347, nt. 10.

<sup>79</sup> Tale criterio venne enunciato per la prima volta nella sent. *Warren v. Pim* (1900) 63 N.J. Eq. 353 e fu poi ripreso in *Commonwealth v. Roydhouse* (1911) 233 Pa. 234. Entrambi i precedenti sono citati in M. FINKELSTEIN, (nt. 48), 364, 368.

<sup>80</sup> Cfr. tra gli altri, *J.P. Morgan v. Northern Pacific* (1900) 71 CM 989; *Chapman v. Bates* (1900) 61 N.J. Eq. 658; *White v. Snell* (1909) 35 Utah 434; *Varnegie Trust Co. v. Security Life Ins. Co. of America* (1910) 111 Va. 1; *Hall v. Merrill Trust Co.* (1910) 106 Me. 465, nonché gli altri precedenti citati in W.P. ROGERS, (nt. 64), 350-351; H.W. BALLANTINE, (nt. 23), 146; e M. SMITH, (nt. 50), 631.

in grado di cristallizzare gli assetti di controllo dell'impresa senza limiti di tempo e di mantenere invariati obiettivi, funzioni e poteri del *trustee*, pur a fronte di una sostanziale variazione nella compagine sociale<sup>81</sup>.

#### 4.5. La temporanea reviviscenza della tesi della nullità per se in seguito alla pubblicazione del "Pujo Report".

La tesi relativa alla nullità di principio dei *voting trust* riaffiorò nel dibattito americano intorno al 1912, quando venne istituita, in seno al Congresso, una commissione (c.d. *Pujo Committee*) incaricata di indagare la condotta di mercato di sei importanti banche, tra loro fortemente interconnesse, sospettate di controllare l'attività creditizia nazionale e, per tale via, anche le principali attività economiche<sup>82</sup>.

Il *Report* pubblicato dalla Commissione dava, in effetti, conto di una forte concentrazione di potere economico in capo a quelle banche e di un uso distorto dello strumento del *voting trust*, adottato per acquisire – spesso a fronte di un esborso finanziario minimo – il controllo di imprese indipendenti e coordinarne la condotta di mercato, per finalità anticoncorrenziali<sup>83</sup>.

Alla luce delle indagini effettuate, il *Pujo Report* qualificava i *voting trust* come strumento «highly inadvisable and prejudicial», e perciò sollecitava un

---

<sup>81</sup> Cfr. *Clowes v. Miller* (1900) 60 N.J. Eq. 179; *Kreissl v. Distilling Co. of Am.* (1900) 61 N.J. Eq. 5; *Sullivan v. Parkers* (1902) 74 N.Y.S. 787; *Gray v. Bloomington & N. Railway* (1905) 120 Ill. App. 159; *Morel v. Hoge* (1908) 130 Ga. 625, nonché gli altri precedenti indicati da N.R. LAMOREAUX, L.P. SAWYER, (nt. 31), 599; H.W. BALLANTINE, (nt. 23), 149, nt. 37.

<sup>82</sup> *Report of the Committee Appointed Pursuant to House Resolution 429 and 504 to Investigate the Concentration of Control of Money and Credit*, Washington, 1913. Per una analisi dei risultati del *Report* e del suo impatto sull'opinione pubblica, v. V.P. CAROSSO, *The Wall Street Money Trust from Pujo to Medina*, in 47 *Business History Rev.*, 1973, 421-437.

<sup>83</sup> Il *Report* in fondo evidenziava un dato – l'uso distorto, per finalità anticoncorrenziali, dello strumento del *trust* – di cui si aveva già esperienza concreta e riscontro giurisprudenziale; la portata innovativa del *Report*, al riguardo, si coglie nel fatto di aver svelato la dimensione del fenomeno, non circoscritta a disfunzioni episodiche, ma in grado di coinvolgere interi settori dell'economia nazionale. Nel *Report* ci cita per es. il caso di JP Morgan, su cui si appuntò massimamente l'interesse della Commissione, che nel 1886 accordò un cospicuo finanziamento alla *Philadelphia and Reading Railroad*, allora insolvente, ottenendone il controllo per il tramite di un *voting trust*. I *trustee* nominati dalla banca non si limitarono ad adottare politiche di risanamento interno dell'impresa, ma negoziarono con l'allora concorrente *Pennsylvania Railroad* un accordo di ripartizione del mercato, con esiti anticoncorrenziali. Il modello, sperimentato nel settore ferroviario, venne poi replicato in altri settori economici.

intervento del legislatore che ne dichiarasse l'invalidità e ne ordinasse la dissoluzione<sup>84</sup>.

Il *Report* ebbe forte eco nell'opinione pubblica e suscitò significative reazioni, che investirono nell'immediato il piano legislativo.

A valle della pubblicazione del *Report* venne, infatti, introdotto il divieto di *interlocked directorship* per le imprese bancarie e, soprattutto, vennero rafforzati gli strumenti di controllo antitrust, con l'emanazione del *Federal Trade Commission Act*, in funzione complementare rispetto allo *Sherman Act*, e del *Clayton Act*, a disciplina delle operazioni di concentrazione<sup>85</sup>.

Sul piano giurisprudenziale, la pubblicazione del *Pujo Report* determinò una parziale reviviscenza delle posizioni più restrittive in ordine alla validità dei *voting trust*, che si espressero anche nel senso di ritenere di per sé illegittimo il ricorso a strumenti in grado di separare il diritto di voto dalla proprietà dell'azione<sup>86</sup>, anche quando adottati per finalità di risanamento dell'impresa<sup>87</sup>.

Tuttavia, tali orientamenti rimasero complessivamente minoritari<sup>88</sup>, e la dottrina stessa contestò come «unprogressive and reactionary»<sup>89</sup> le posizioni espresse nel *Report* e i tentativi di intervento contro i *voting trust* in quanto tali.

Intorno ai *voting trust* si venne, tuttavia, a determinare un clima di forte incertezza giuridica, che investiva il profilo della stessa legittimità di principio e rese necessari specifici interventi legislativi a disciplina del fenomeno.

---

<sup>84</sup> *Report* (nt. 82), Section 5, 142.

<sup>85</sup> Così, tra gli altri, J.W. GILES, *Is the Voting Trust Agreement a "Dangerous Instrumentality"?*, in 3 *Catholic Univ. L. Rev.*, 1953, 88-89.

<sup>86</sup> Così in *Luthy v. Ream* (1915) 270 S.C. Illinois 170, N.E. 373, rifacendosi al precedente *Harvey v. Linville Imp. Co.* (nt. 51): sul punto, v. H.W. BALLANTINE, (nt. 23), 148-149.

<sup>87</sup> Cfr. *In re Saint Louis & San Francisco Railroad Reorganization* (1916) 3 Mo. Pub. Ser. Comm. 664, citata da I.M. WORMSER, (nt. 77), 132 ss.

<sup>88</sup> Risulta che negli anni successivi alla pubblicazione del *Report*, alcune Corti adottarono orientamenti ben più permissivi di quelli precedenti, sancendo, per es., la validità di *voting trust* realizzati per evitare cambi ostili di controllo societario: cfr. *Frost v. Carse* (1919) 91 N.J. Eq. 124, cit., tra gli altri, in M. FINKELSTEIN, (nt. 48), 364.

<sup>89</sup> Così I.M. WORMSER, (nt. 77), 127; e, in senso conforme, C. BURKE, (nt. 48), 352.

#### 4.6. *Le iniziative legislative degli anni '20 e '30: il riconoscimento pieno della legittimità dei voting trust e la disciplina del fenomeno.*

Nel corso degli anni '20 e '30 del Novecento vennero assunte, negli Stati Uniti, specifiche iniziative legislative miranti, per un verso, a consolidare la legittimità dello strumento del *voting trust* e, per altro verso, a intervenire sugli aspetti problematici o disfunzionali, emersi nel concreto ricorso a tale strumento.

Nella prima direzione si inquadrano gli *Statute* adottati dai legislatori statali nel corso degli anni '20, i quali, in linea con quelli già in vigore (v. *supra*, § 4.3), riconoscevano esplicitamente la legittimità e la vincolatività giuridica dei *voting trust*, purché volti a realizzare «legitimate purposes», e introducevano una disciplina minima dell'istituto, che comprendeva l'imposizione di obblighi di trasparenza, quanto all'esistenza e ai contenuti del *trust*, e la definizione di un termine massimo di durata (tipicamente, quinquennale), escludendo ogni possibilità di rinnovo tacito alla scadenza<sup>90</sup>. Il profilo della durata, in particolare, assumeva rilievo centrale, essendo chiaro che il *trust* potesse operare come strumento indiretto di consolidamento delle imprese: in tal senso, la previsione di un termine massimo di durata e la necessità di riattivare, alla scadenza, procedure di rinnovo del *trust*, che consentissero agli azionisti di rinegoziarne i termini e ridefinirne le condizioni, certamente limitavano il rischio di cristallizzazione degli assetti di controllo e di governo dell'impresa<sup>91</sup>.

Tali interventi, in fondo espressivi di un certo *favor* per i *voting trust*, si inserivano in una più ampia cornice riformista, caratterizzata da un sostanziale allentamento del grado (già di per sé piuttosto tenue) di imperatività delle norme societarie, e ciò al fine di definire sistemi interni di *corporate law* in grado di assecondare le esigenze delle imprese e – in un contesto di concorrenza tra ordinamenti statali – attrarre la costituzione di nuove imprese<sup>92</sup>. D'altra parte, il contesto economico del tempo (gli anni '20, come è noto, fu-

---

<sup>90</sup> Cfr. T.W. WATKINS, *The development of voting trust legislation*, in 35 *Univ. Detroit L. J.*, 1958, 598-600, ove anche riferimenti specifici agli estremi delle legislazioni statali adottate in questa fase storica.

<sup>91</sup> Così, tra gli altri, N.R. LAMOREAUX, L.P. SAWYER, (nt. 31), 587; nonché J.J.B. DAUGHERTY jr., *The Voting trust – Its Present Status*, in 28 *Georgetown L. J.*, 1940, 1121 ss.

<sup>92</sup> Cfr. sul punto H. WELLS, (nt. 40), 585-586. È in questo periodo storico che il sistema di *corporate law* del Delaware comincia ad affermarsi come particolarmente flessibile e perciò particolarmente attrattivo per le imprese.

rono caratterizzati da una vivace crescita economica<sup>93</sup>) appariva particolarmente favorevole all'avvio di nuove attività; e la stessa presenza di imprese capitalistiche di grandi dimensioni cominciò ad essere percepita come fenomeno ordinario, quasi fisiologico in contesti di mercato dinamici e avanzati<sup>94</sup>.

Le iniziative legislative statali in materia di *voting trust* si susseguirono, con interventi di portata analoga, anche nel decennio successivo, quando intercettarono una diversa necessità, quella di consentire la realizzazione di piani di risanamento delle imprese, in un periodo storico segnato dalla crisi sistemica del 1929 e dalla depressione economica a questa conseguente<sup>95</sup>.

Sempre nel corso degli anni Trenta, si registrarono ulteriori iniziative legislative in materia di *voting trust*, realizzate a livello federale, per intervenire su profili critici o disfunzionali emersi nella prassi.

Così, nel 1933 e 1934 la *Security and Exchange Commission* intervenne, qualificando i *trust certificate* di *public company* come “*security*”<sup>96</sup> e, più precisamente, come “*profit-sharing security*”<sup>97</sup>. D'altra parte, nel corso del tempo, i *trust certificates*, liberamente trasferibili, erano diventati uno strumento di investimento particolarmente richiesto e di agevole collocamento sul mercato, giacché assecondavano l'interesse primario (di partecipazione agli utili dell'impresa) degli investitori-risparmiatori<sup>98</sup>.

Tale qualificazione comportava, evidentemente, la sottoposizione dei *trust certificate* alla disciplina di autorizzazione e controllo preventivo propria delle *securities*, e quindi il coinvolgimento diretto dell'Autorità di regolazione anche nella fase di costituzione del *trust*, con un controllo diretto sulla meritevolezza dello scopo perseguito e sui contenuti in concreto dell'accordo, sì da prevenire eventuali abusi a danno degli azionisti o limitare il rischio di trasferimento al *trustee* di diritti sociali non strettamente funzionali (per es. diritti di ispezione e informazione) alla realizzazione degli obiettivi del *trust*<sup>99</sup>. Tale intervento, come si avrà modo di constatare, influenzò sen-

---

<sup>93</sup> V. per tutti J.A. SCHUMPETER, *The Decade of the Twenties*, in 36 *Am. Econ. Rev.*, 1946, 1 ss., e spec. 6-8.

<sup>94</sup> Così, ancora H. WELLS, (nt. 40), 586.

<sup>95</sup> Cfr. C. BURKE, (nt. 48), 361-362; T.W. WATKINS, (nt. 90), 600.

<sup>96</sup> Cfr. Federal Securities Act del 1933, § 2(4) e Securities and Exchange Act del 1934, § 3(8) e § 15(d).

<sup>97</sup> V. J.J.B. DAUGHERTY jr., (nt. 91), 1127; H.W. BALLANTINE, (nt. 23), 160.

<sup>98</sup> Così, M.M. BERGERMAN, *Voting Trust and Non-Voting Stock*, in 37 *Yale L. J.*, 1928, 450.

<sup>99</sup> Così, tra gli altri G.D. BERGER, *The Voting Trust: California Erects a Barrier to a Rational Law of Corporate Control*, in *Stanford L. Rev.*, 1966, 1218-1219.



sibilmente l'evoluzione successiva, contribuendo a limitare il ricorso ai *voting trust*.

Ulteriori interventi legislativi, sempre a livello federale, furono realizzati con riguardo ai *voting trust* adottati con finalità di risanamento delle imprese, diventati particolarmente frequenti negli anni della depressione economica<sup>100</sup>.

Il *National Bankruptcy Act*, adottato nel 1938, introdusse l'obbligo per le corti, al momento dell'approvazione di un piano di risanamento aziendale nel quale si prevedesse l'istituzione di un *voting trust*, di controllare le modalità di selezione del *trustee*, di verificare il possesso, in capo a quest'ultimo, di adeguate competenze per la gestione della crisi e di valutare se, complessivamente, la designazione dei *trustee* individuati fosse compatibile con la tutela dell'interesse di soci e dei creditori e non fosse contrastante con *public policy*<sup>101</sup>.

Gli interventi legislativi assunti, a livello federale, nel corso degli anni '30, pur mossi dall'intento di disciplinare il fenomeno dei *voting trust*, sembravano comunque esprimere un atteggiamento di mai sopita diffidenza rispetto a uno strumento che, nella prassi, si era dimostrato funzionale tanto alla realizzazione di obiettivi meritevoli di tutela, quanto di condotte abusive o elusive.

## 5. *L'evoluzione della corporation nel corso degli anni '20. Il dibattito sulla separazione tra proprietà e controllo nelle grandi società di capitali.*

Nel corso degli anni '20, cominciò a prendere corpo, nella dottrina americana, un vivace dibattito intorno al tema del controllo societario e al rapporto tra partecipazione al capitale ed esercizio dei poteri di controllo dell'impresa, anche alla luce delle caratteristiche che le grandi *corporation* andavano assumendo e del funzionamento delle relative assemblee.

Come si accennava, negli anni precedenti alla crisi del '29, si registrò negli Stati Uniti una vivace crescita economica che non mancò infatti di condizionare i mercati finanziari: nel giro di pochi anni, il numero di azioni ordina-

---

<sup>100</sup> Risulta che la quasi totalità dei *voting trust* realizzati negli anni '30 fossero associati a piani di riorganizzazione delle imprese in crisi e che, per altro verso, più del 70% dei piani di risanamento delle imprese prevedesse l'istituzione di un *voting trust*: per riferimenti sul punto, v. A. LEAVITT, (nt. 29), 34.

<sup>101</sup> Cfr. *National Bankruptcy Act*, 1938, §§ 616 (11) e 621 (5); sul punto, v. H.W. BALLANTINE, (nt. 23), 156.

rie emesse aumentò esponenzialmente, fino a superare, in termini di valore complessivo, non solo le azioni “privilegiate”, ma anche i titoli obbligazionari<sup>102</sup>. La diffusione dell’investimento azionario consentì di drenare ingenti quantità di capitali verso le imprese, ma si accompagnò anche a una significativa polverizzazione dell’azionariato, aggravando quei fenomeni, in qualche misura già presenti, di assenteismo dei soci in assemblea o di sostanziale disinteresse dei soci(-investitori) all’esercizio del diritto di voto, anche in forma delegata<sup>103</sup>. Da qui, l’effetto di sostanziale concentrazione del potere di controllo dell’impresa in capo a un gruppo di soci, spesso espressivi di una minoranza azionaria – ossia, l’effetto di separazione tra proprietà e controllo dell’impresa<sup>104</sup>.

Tale effetto, percepito in una certa misura come fisiologica conseguenza dello sviluppo del modello di impresa capitalistica, assumeva contorni di problematicità specialmente quando si combinava con l’adozione di strumenti c.d. “*control-enhancing*”, in grado di esasperare quel rapporto e di attribuire il controllo a fronte di una partecipazione minima al capitale, e quindi di una esposizione minima al rischio di impresa<sup>105</sup>.

Tra i diversi strumenti allora in uso, il *voting trust* appariva di gran lunga quello più efficace rispetto a tale scopo, non solo perché di più agevole costituzione, rispetto alla creazione di strutture piramidali di gruppo o all’emissione di azioni senza diritto di voto, ma anche per il suo carattere di marcata stabilità, non essendo soggetto a fattori di destabilizzazione, quali

---

<sup>102</sup> Cfr. H. WELLS, (nt. 40), 587, ove indicazione dei dati specifici per classi di strumento.

<sup>103</sup> «Reluctance of shareholders in general to exercising their voting privilege is a familiar aspect under modern corporate management»: così riporta M.M. BERGERMAN, (nt. 98), 450.

<sup>104</sup> La prima compiuta trattazione in tema di separazione tra proprietà e controllo dell’impresa si deve, com’è noto, al prof. W.Z. RIPLEY, nel libro *Main Street and Wall Street*, Boston, Little Brown, 1927. Dall’osservazione critica dei processi evolutivi che caratterizzavano le *corporations* del tempo, l’a. ricavava l’impressione non solo di un crescente grado di complessità delle strutture sociali, ma anche di un processo di «very decentralization of ownership [with] widely scattered shareholders in small lots» che, combinato con il ricorso a strumenti concentrativi, limitava il potere di incidenza del socio sui processi decisionali sociali, fino a risolversi, secondo l’a., in una sostanziale privazione del diritto di voto (cd. «*disfranchisement*»), e al contempo, concentrava il potere di controllo dell’impresa nelle mani di pochi azionisti, detentori di percentuali talora minime di azioni con diritto di voto (119-121).

<sup>105</sup> Per tutti, A.A. BERLE jr., G.C. MEANS, *The modern Corporation and Private Property*, New York, MacMillan, 1933, 68-69: è frequente, osservavano gli aa., il riscontro di «ownership of wealth without appreciable control and control of wealth without appreciable ownership» (69).

l'alienazione delle partecipazioni di controllo o il rischio di cambio ostile di controllo<sup>106</sup>.

Le potenzialità del *voting trust* come strumento di separazione tra proprietà e controllo dell'impresa divennero plasticamente evidenti nel 1929, quando la *Pennsylvania Railroad Company* realizzò una complessa operazione che prevedeva la costituzione di una nuova società, la *Pennroad Corporation*, e contestualmente di un *voting trust*, l'intestazione di tutte le azioni della nuova società ai *trustee* e il collocamento presso il pubblico dei relativi *trust certificate*. Così facendo, il rischio di impresa era destinato a gravare sugli investitori diffusi, mentre il controllo dell'impresa restava in capo alla società promotrice, che lo esercitava senza alcuna partecipazione al capitale e, quindi, senza alcun investimento finanziario diretto. Tale assetto portò a una gestione predatoria di *Pennroad*, con estrazione di benefici privati da controllo, a danno del pubblico degli investitori<sup>107</sup>.

Lo schema adottato per il *Pennroad trust* venne poi replicato in altre occasioni e in altri settori economici, dimostrando che era possibile ottenere il controllo di una impresa anche senza alcuna partecipazione proprietaria diretta<sup>108</sup> e contribuendo, così, a diffondere la percezione del *trust* come pericoloso strumento di spoliazione degli azionisti dal controllo dell'impresa e causa di potenziali danni agli investitori<sup>109</sup>.

Si diffuse così, in dottrina, l'idea che fosse necessario un più incisivo intervento della *SEC*, nel senso dell'inasprimento delle condizioni di autorizzazione dei *trust*, sì da scoraggiarne la costituzione, accompagnato dall'introduzione di specifiche norme che vietassero la creazione di *voting trust* in fase di costituzione di nuove imprese o in funzione esclusivamente rafforzativa del controllo societario<sup>110</sup>.

## 6. *Dai voting trust ai voting agreement.*

Il dibattito intorno alla legittimità degli strumenti di costituzione e rafforzamento del controllo societario (specie se di minoranza), gli interventi legislativi di irrigidimento della disciplina dei *voting trust* e sollecitazioni dottri-

---

<sup>106</sup> Così ancora A.A. BERLE jr., G.C. MEANS, (nt. 105), 77-78.

<sup>107</sup> Cfr. sul punto H.W. BALLANTINE, (nt. 23), 158, e J.W. GILES, (nt. 85), 81.

<sup>108</sup> Così denunciava la *SEC* nel Report annuale del 1940: v. J.J.W. GILES, (nt. 85), 82.

<sup>109</sup> In questi termini, A. LEAVITT, (nt. 29), 166.

<sup>110</sup> Così ancora A. LEAVITT, (nt. 29), 178; nonché v. H.W. BALLANTINE, (nt. 23), 156.

nali verso un prudente uso di tale strumento ebbero l'effetto di condizionare la valutazione in concreto dei *voting trust*.

Per un verso, infatti, la *SEC* cominciò a negare l'autorizzazione alla realizzazione di *trust* costitutivi di posizioni di controllo societario stabile, fatte salve minime eccezioni, quali per es. la comprovata necessità di assicurare stabilità della gestione in fasi particolarmente delicate nella vita dell'impresa<sup>111</sup>. Per altro verso, anche la giurisprudenza, nelle poche sentenze in materia, manifestava un atteggiamento di netto sfavore nei confronti dei *voting trust* adottati in funzione di *control-enhancing device*, specialmente quando implicanti un evidente disallineamento tra partecipazione al capitale e poteri di controllo dell'impresa<sup>112</sup>, e un conseguente rischio di espropriazione delle minoranze azionarie<sup>113</sup>.

La possibilità che *voting trust* così strutturati fossero dichiarati invalidi, in quanto costitutivi o rafforzativi di controllo societario, e che quindi fossero vanificati i benefici di stabilità del rapporto attesi dalla costituzione del *trust* medesimo, indusse progressivamente a ricorrere a strumenti di coordinamento azionario più semplici (*voting o pooling agreement*)<sup>114</sup>, i quali davano sì luogo a un legame meno stabile, in quanto soggetto ai ben noti rischi di inadempimento, ma allo stesso meno esposto a contestazioni di validità, e quindi più solido sul piano della validità e della vincolatività giuridica.

---

<sup>111</sup> V. per es., *United Telephone and Electric Company* (1938) 3 SEC 653, cit. in R.M. BLAIR-SMITH, L. HELENSTEIN, *A Death Sentence or a New Lease on Life? A Survey of Corporate Adjustments Under the Public Utility Holding Company Act*, in 94 *Univ. Penn. L. Rev.*, 1946, 161. Si trattava, nel caso di specie, di una richiesta di autorizzazione per la costituzione di un *trust* funzionale a garantire stabilità nella gestione di una impresa di medie dimensioni, nel periodo immediatamente successivo alla morte del suo fondatore-amministratore e nell'attesa di individuare un amministratore esecutivo adeguato. In quell'occasione, la *SEC* considerò l'instabilità nella gestione come rischiosa tanto per soci – di controllo e non – quanto per i creditori sociali e, perciò, autorizzò la costituzione del *trust*.

<sup>112</sup> *Overfiels v. Pennroad Corporation* (1941), 42 Pa. – F.Supp. 586, avente ad oggetto proprio il *Pennroad trust*, menzionato nel paragrafo precedente, che venne qualificato come illecito, in quanto creato al fine di acquisire il controllo di una impresa senza un corrispondente investimento finanziario: sul punto, v., tra gli altri, H.W. BALLANTINE, (nt. 23), 158-159. La sentenza si inseriva, comunque, in un filone giurisprudenziale connotato da un crescente scetticismo verso lo strumento dei *voting trust*, i cui aspetti problematici apparivano ormai superiori ai possibili benefici. Al riguardo, v. anche *V. Penny v. Missouri-Kansas Pipe Line Co.* (1937) 191 Atl. 823, in 38 *Columbia L. Rev.*, 1938, 508-511, nella quale i giudici dichiararono come nulli *in toto* i *trust* di durata eccedente il massimo legale (decennale), anziché operare una riduzione della durata al limite ammesso dalla legge.

<sup>113</sup> Cfr. M.M. BERGERMAN, (nt. 98), 449-450.

<sup>114</sup> Non a caso, nella dottrina degli anni '40 e seguenti ritornò l'espressione "*shareholder agreements*", rimasta d'uso marginale nella dottrina dei decenni precedenti.

Tale aspetto, invero, non esauriva i profili di vantaggio associati al ricorso ad accordi di voto, semplici o associati al conferimento di *proxy*, rispetto ai *voting trust*.

Gli *shareholder agreement* apparivano, infatti, come strumenti di coordinamento più snelli, in quanto di più agevole costituzione, e più flessibili, quanto alla definizione del vincolo di voto, che poteva essere limitato a specifiche materie o, al contrario, esteso a materie (quali la decisione di scioglimento volontario della società, le modifiche statutarie o ancora le delibere relative a operazioni di fusione) non delegabili al *trustee*<sup>115</sup>.

Inoltre, i *voting agreement*, in quanto disciplinati dalle norme generali in materia di contratto, non erano sottoposti agli obblighi di trasparenza fissati per i *voting trust*; essi, perciò, garantivano ampi margini di riservatezza, se non di segretezza.

Infine, gli accordi di voto non incorporati in un *trust* sfuggivano alla complessa e onerosa procedura di autorizzazione preventiva e di controllo da parte della SEC, nonché ai vincoli di durata previsti nelle leggi statali e federali, i quali imponevano, una volta scaduto il *trust* (per il quale era previsto, come si ricordava, un termine di durata massima quinquennale ed era esclusa la possibilità di rinnovo automatico), la necessità di ricostituire il *trust* medesimo e di rimettere i relativi *trust certificate*. Tale operazione, già di per sé complessa e costosa, era anche soggetta a tassazione statale e federale, con livelli di imposizione complessiva che, in presenza di un elevato numero di titoli, potevano risultare proibitivi<sup>116</sup>.

La combinazione di tali fattori determinò un netto arretramento nel ricorso ai *voting trust*, in favore di più semplici strumenti di coordinamento azionario, quali i *voting agreement* o i *pooling agreement*: i primi tendenzialmente adottati per il coordinamento di voto a carattere episodico e non associato a obiettivi di controllo societario; i secondi, invece, adottati come strumento di coordinamento stabile per l'esercizio concertato del diritto di voto e, normalmente, per l'esercizio di un potere di controllo congiunto sull'impresa (prevedendo, si solito, anche l'attribuzione di deleghe di voto)<sup>117</sup>.

Tale evoluzione si accompagnò, inoltre, a un sostanziale spostamento del fenomeno del coordinamento di voto verso le società chiuse.

---

<sup>115</sup> Su tali aspetti, v. H.W. BALLANTINE, (nt. 23), 160-161.

<sup>116</sup> Così W.C.P. BARTOS, *The Voting Trust*, in 34 *New York Univ. L. Rev.*, 1959, 301-302; nonché T. JOYCE, *Shareholder Agreements: a U.S. Perspective*, in F. BONELLI, P.G. JAEGER (a cura di), *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, Milano, Giuffrè, 1993, 362.

<sup>117</sup> Così, nel *Report Corporations: Voting Trusts and Irrevocable Proxies*, in 36 *California L. Rev.*, 1948, 282-283.

Finché, infatti, era ammessa, se non addirittura incoraggiata, l'adozione di *trust* di voto, di tale strumento si fece ampio ricorso anche nelle società aperte, persino in quelle con base sociale amplissima (si consideri il caso delle grandi imprese ferroviarie o telefoniche): separando la *equitable ownership*, attribuita al *trustee*, dalla *beneficial ownership*, e incorporando quest'ultima in *trust certificates* liberamente trasferibili, i *voting trust* consentivano di drenare investimenti diffusi verso l'impresa, lasciandone, però, il controllo nelle mani di un gruppo ristretto di azionisti – tipicamente, i promotori del *trust* – i quali definivano, per il tramite del *trustee*, le politiche gestorie dell'impresa stessa. Quando, invece, il ricorso a *trust* di voto divenne meno conveniente e meno agevole, il coordinamento di voto si fece assai più raro nelle società ad ampia base sociale, e le forme di coordinamento contrattuale semplice, poco adatte alla costituzione di assetti cooperativi stabili tra un numero significativo di soggetti, si affermarono come fenomeno tipico delle società chiuse.

### 7. I limiti di validità dei voting agreement nella giurisprudenza degli anni '30 e '40.

L'intensificarsi, a partire dagli anni '30, del ricorso a *voting* e *pooling agreement* si accompagnò a una progressiva stratificazione di interventi giurisprudenziali, volti a definirne il perimetro di validità<sup>118</sup>.

Al riguardo, occorre precisare che tali orientamenti non sempre appaiono uniformi e definiti, ma al contrario presentano oscillazioni valutative anche significative, le quali appaiono, tuttavia, in qualche modo fisiologiche, in un sistema di *corporate law* definito essenzialmente su base statale.

Tra i contenuti pattizi portati all'attenzione dei giudici si riscontrano, *in primis*, clausole relative alla nomina degli amministratori, oggetto da sempre di una valutazione piuttosto elastica e permissiva, che si estese, negli anni Trenta, anche alle clausole che fissavano criteri di unanimità o maggioranze qualificate per la nomina degli amministratori<sup>119</sup>.

---

<sup>118</sup> Della legittimità in sé dei *pooling agreements*, come si ricordava nei paragrafi precedenti, non si era mai dubitato e tale convincimento rimase inalterato nel tempo: v., tra gli altri, *Hart v. Bell* (1946) 222 Minn. 69: «the practical conduct of modern business corporation compels a frank recognition that shareholder pooling agreements are not invalid per se». Il precedente è citato da T.P. WRIGHT II, *Shareholder Pooling Agreements – Validity, Legality, and Enforcement*, in 24 *Arkansas L. Rev.*, 1971, 502.

<sup>119</sup> Cfr. sul punto G.D. HORNSTEIN, *Stockholders' Agreements in the Closely Held Corporation*, in 59 *Yale L. J.*, 1950, 1046-1047.

Dubbi maggiori si nutrivano, invece, in relazione alla validità delle clausole di revoca degli amministratori, poiché nella maggioranza degli Stati federati la legittimità della revoca era inderogabilmente vincolata alla ricorrenza di una giusta causa; su questo punto, le valutazioni furono, a quanto consta, piuttosto eterogenee, con la tendenza dei giudici a replicare per gli accordi tra soci le condizioni di legittimità fissate dalle norme statali per gli atti sociali<sup>120</sup>.

La parte più corposa della casistica giurisprudenziale si concentrava, però, sui patti in qualche modo interferenti con i poteri degli amministratori. D'altra parte, era frequente che i *pooling agreement* contenessero, oltre a clausole relative all'esercizio del voto e alla circolazione delle azioni, anche previsioni più direttamente connesse alla gestione dell'impresa, volte a orientare o condizionare l'azione degli amministratori.

Su tale profilo, le valutazioni giurisprudenziali erano state tendenzialmente piuttosto restrittive, con la marcata tendenza a replicare, per gli accordi tra soci, i vincoli imperativi che le leggi statali fissavano per i patti sociali e per lo svolgimento dell'attività sociale<sup>121</sup>. Nel corso degli anni '30, invece, cominciarono ad emergere alcuni temperamenti, espressamente giustificati con il riferimento alle peculiarità delle società chiuse o alle specificità dell'accordo (*i.e.* alla sua connotazione totalitaria).

Così, i patti con cui si conveniva di nominare come amministratori alcuni soci e si prevedeva che questi si vincolassero, nella doppia veste di azionista stipulante e amministratore, a realizzare le politiche gestorie definite nel patto, erano tradizionalmente qualificati come nulli *per se*, sulla base di una sentenza della Corte Suprema emessa alla fine dell'Ottocento<sup>122</sup> e invocata come precedente di riferimento nei decenni successivi. Nel corso degli anni '30, invece, clausole del genere cominciarono ad essere considerate legittime se inserite in un patto totalitario, poiché ritenute non idonee, per definizione, a danneggiare gli azionisti estranei all'accordo<sup>123</sup>.

---

<sup>120</sup> Così, tra gli altri, *Goldfarb v. Dorset Products* (1948) 82 N.Y.S. 2d 42, riportato da C. ROBINSON, "Shareholder Agreements" and the Statutory Norm, in 43 *Cornell L. Rev.*, 1957, 75, ove anche ulteriori riferimenti giurisprudenziali.

<sup>121</sup> Così riferisce S.N. BULLOCH, *Shareholder Agreements in Closely Held Corporation: Is Sterilization an Issue?*, in 59 *Temple L. Quarterly*, 1986, 71 ss.

<sup>122</sup> Il riferimento è a *West v. Camden* (1890) U.S. 507, citato in W.P. ROGERS, (nt. 64), 348.

<sup>123</sup> Così in *Clark v. Dodge* (1936) 269 N.Y. 410, cit. in C. ROBINSON, (nt. 120), 71 ss. Il patto, relativo a una società con due azionisti, prevedeva che l'uno avrebbe svolto funzioni di amministratore e l'altro funzioni di *generale manager*, e che quest'ultimo sarebbe stato remunerato con una percentuale sui profitti, a meno che tale somma non fosse risultata irragionevole. I giudici considerarono legittimo il patto, facendo leva sull'assenza di danni per terzi, dato il

Allo stesso modo, per i patti più direttamente volti a condizionare la gestione dell'impresa (si pensi, per es., a patti idonei a sterilizzare il consiglio di amministrazione o singoli amministratori), il giudizio di invalidità piena, tradizionalmente sostenuto in giurisprudenza<sup>124</sup>, lasciò spazio a posizioni più articolate, inclini a dare rilievo alle peculiarità delle società chiuse e agli effetti in concreto del patto sulle minoranze azionarie e sui creditori.

In tal senso, i patti con i quali si definiva la composizione del consiglio e si attribuiva a uno solo degli amministratori il potere gestorio cominciarono ad essere considerati legittimi, se configurati come patti totalitari, perché conformi alla volontà di tutti gli azionisti; al contrario, continuarono ad essere qualificati come illegittimi, se non totalitari, in quanto potenzialmente dannosi per le minoranze azionarie<sup>125</sup>. Tale criterio venne poi a specificarsi ulteriormente, con una più puntuale valutazione degli effetti in concreto del patto sui creditori dell'impresa e del grado di limitazione impresso ai poteri discrezionali degli amministratori<sup>126</sup>.

Allo stesso modo, le specificità delle società chiuse (in termini di ristretta base sociale, investimenti individuali talora significativi e, quindi, importante esposizione al rischio d'impresa da parte dei soci, nonché maggiori difficoltà di *exit* dalla società) contribuirono a condizionare il giudizio di validità degli accordi di voto, portando, per un verso, a considerare validi patti (non totalitari) pure interferenti con le funzioni degli amministratori (è il caso, per es., dei patti con i quali si imponeva o si limitava la distribuzione degli utili dell'im-

---

carattere chiuso della società e il tenore totalitario del patto. Si trattò, peraltro, del primo caso nel quale i giudici sottolinearono le peculiarità delle società chiuse, ponendo le basi per l'evoluzione successiva, tanto in materia di legislazione delle *closely-held corporation*, quanto più direttamente in materia di accordi di voto.

<sup>124</sup> Cfr. tra gli altri *Manson v. Curtis* (1918) 223 N.Y. 313, nel quale i giudici giudicarono come invalido l'accordo di voto perché prevedeva la concentrazione del potere gestorio in capo a un solo amministratore, privando gli altri di poteri e attribuzioni derivanti dalla legge «The law does not permit the stockholders to create a sterilized board of directors». Sul punto, v. tra gli altri, C. ROBINSON, (nt. 120), 70-71.

<sup>125</sup> Cfr. *McQuade v. Stoneham* (1934) 263 N.Y. 323, nonché, in dottrina, v. S S.N. BULLOCH, (nt. 121), 63-66.

<sup>126</sup> *Long Park Inc. v. Trenton-New Brunswick Theaters* (1948) 297 N.Y. 174, cit. in G.D. HORNSTEIN, (nt. 119), 1044-1045. Si trattava, in quel caso, di un patto totalitario che attribuiva all'azionista detentore della maggioranza assoluta del capitale il potere di gestire i teatri, assumere e licenziarne il personale, definirne le scelte di mercato e il prezzo di vendita dei biglietti. Il patto venne considerato illegittimo, ancorché totalitario, in quanto idoneo a privare gli amministratori del potere di selezione e supervisione del management dell'impresa, e perciò potenzialmente lesivo degli interessi dei creditori dell'impresa.



presa<sup>127</sup>) e, per altro verso, a qualificare come nulli gli accordi con i quali si fissavano criteri di unanimità nelle decisioni di scioglimento della società, ritenuti limitativi della possibilità di disinvestimento da parte dell'azionista e potenzialmente dannosi per le minoranze azionarie<sup>128</sup>.

L'evoluzione negli orientamenti giurisprudenziali in materia di validità dei patti di voto, avviata nel corso degli anni '30, si sviluppò compiutamente nei decenni successivi, lungo una doppia direzione: per un verso, l'estensione dei limiti di validità dei patti tra soci, per assecondare le specifiche esigenze delle società chiuse, e, per altro verso, il rafforzamento dell'efficacia vincolante dei patti totalitari, parificata, in presenza di certe condizioni, a quella propria dei patti sociali.

## 8. *Il dibattito sui rimedi per l'inadempimento. L'ammissibilità di specific enforcement.*

Il riaffermarsi, nella prassi societaria, del ricorso a strumenti puramente contrattuali per il coordinamento azionario di voto lasciò riemergere il problema dell'instabilità del vincolo contrattuale e dei rimedi a disposizione delle parti, nel caso di inadempimento.

La questione appariva particolarmente rilevante con riguardo ai *pooling agreement*, giacché la messa in comune delle partecipazioni per l'esercizio coordinato dei diritti sociali era chiaramente funzionale alla costituzione di posizioni di controllo societario congiunto.

Al riguardo, vi era piena contezza del fatto che il ricorso a deleghe di voto potesse limitare il rischio di inadempimento, ma non neutralizzarlo, dato il necessario carattere di revocabilità delle *proxy*<sup>129</sup>; e che, per altro verso, la tutela risarcitoria, pure possibile, scontava evidenti difficoltà di quantificazione del danno (specialmente, nel caso di danno da perdita del controllo) e, in ogni caso, non consentiva realizzare l'interesse specifico perseguito dalle parti con la stipulazione del *pooling agreement*. Appariva chiaro, in altri termini, che per

---

<sup>127</sup> Cfr. ancora *Clark v. Dodge* (nt. 123), nonché, in dottrina, C. ROBINSON, (nt. 120), 75.

<sup>128</sup> Cfr. sul punto G.D. HORNSTEIN, (nt. 119), 1046-1047.

<sup>129</sup> Solo a partire dalla metà degli anni '40 si cominciarono a introdurre minime eccezioni al regime di irrevocabilità, riferite all'ipotesi in cui la delega di voto fosse attribuita nell'interesse del delegato: così *State v. Pacific Waxed Paper Co.* (1945) 22 Wash. 844. Tuttavia, tale circostanza appariva difficilmente riscontrabile nel caso di *pooling agreements*: così in *Roberts v. Whitson* (1945) 188 S.W.2d (Tex. Ci. App.) 875; e, in dottrina, v. G.D. HORNSTEIN, (nt. 119), 1044.

gli accordi volti a realizzare un coordinamento stabile, specie se associato al controllo societario, l'unico rimedio realmente soddisfacente sarebbe stato quello in forma specifica<sup>130</sup>.

Tuttavia, la giurisprudenza in materia di accordi di voto aveva tradizionalmente manifestato una certa riluttanza nell'ammettere il ricorso a tali misure, ora in ragione delle difficoltà di attuazione in concreto di un rimedio esecutivo o ordinatorio<sup>131</sup>, ora in ragione degli effetti che la misura avrebbe determinato sull'impresa interessata dal patto<sup>132</sup>.

Certo, non mancarono nel tempo pronunce più flessibili, quanto all'astratta possibilità di intervento con *specific enforcement*<sup>133</sup> o all'adozione in concreto di misure ordinarie a carattere preventivo<sup>134</sup> e persino di rimedi esecutivi in forma specifica<sup>135</sup>.

---

<sup>130</sup> Così si osservava nel Report (nt. 117): «since the object of the contract is to gain the control, it would appear that damages would be of so speculative a nature that the agreement could have no practical significance except in terms of specific enforceability» (283); in senso analogo, T.P. WRIGHT II, (nt. 118), 517: «specific performance of the contract [...] is the only true relief the non-breaching parties can obtain».

<sup>131</sup> Così in *Sullivan v. Parkes* (1902) 74 NY 169, 69 App. Div. 221. Il patto prevedeva che, nel caso di disaccordo tra i soci, la decisione di voto fosse attribuita a un terzo arbitratore, appositamente nominato dalle parti; a fronte del disaccordo delle parti anche rispetto alla nomina del terzo arbitratore, i giudici ritennero non concretamente praticabile il ricorso a *injunction*. Il precedente è riportato nella nota *Specific Enforcement of Shareholder Agreements*, pubblicata in *Univ. Chicago L. Rev.*, 1947, 743.

<sup>132</sup> Cfr. *Gleason v. Dawes* (1914) 78 Wash. 491, nel quale l'adozione di un rimedio in forma specifica venne esclusa per garantire stabilità della delibera assembleare adottata in un contesto, quale quello dell'impresa bancaria, in cui, secondo i giudici, era necessario tener conto degli interessi pubblici coinvolti, e non solo di quelli privati degli stipulanti. V. ancora la nota in materia di *Specific Enforcement of Shareholder Agreements* (nt. 131), 743.

<sup>133</sup> V. *Thompson v. Thompson Carnation Co.* (1917) 279 Ill. 54, nella quale i giudici sostennero, seppure in forma di *obiter dictum*, che il patto di voto oggetto di controversia, ove valido, «could have been specifically enforced by any of the parties thereto in the case of an attempt of breach». Il precedente è citato nel Report (nt. 117), 743.

<sup>134</sup> Così in *Smith v. San Francisco and Northern Pacific Ry. Co.* (1897) cit., nella quale i giudici concessero una *preliminary injunction* per sterilizzare il tentativo di uno dei contraenti di votare diversamente da quanto convenuto nel patto: cfr. L. PROCTOR THOMAS, (nt. 26), 743. In senso analogo, decenni più tardi, v. *Fitzgerald v. Christy* (1926) 242 Ill. App. 343, di cui si dà conto nel Report (nt. 117), 743; e *Trefethen v. Amazeen* (1944) 93 N.H. 110, come risulta dalla nota anonima di commento al caso, *Corporations – Effects of Breach of Stock Pooling Agreement on Validity of Stockholders' Election*, pubblicata in *Univ. Pennsylvania L. Rev.*, 1947, 121-122.

<sup>135</sup> Cfr. *Harris v. Magill* (1928) 226 NY Supp. 621, nel quale i giudici accolsero la richiesta di rimozione di un amministratore nominato in violazione di un patto di voto. Il precedente è

Si trattò, tuttavia, di pronunce isolate, non in grado di modificare l'orientamento dominante, che si esprimeva invece nel senso di negare la possibilità di intervento con rimedi esecutivi in forma specifica – probabilmente anche per la volontà di non interferire con i processi di nomina degli amministratori, specialmente se già attuati<sup>136</sup>.

Nel corso degli anni '30, con il diffondersi dei *voting agreement*, il tema dei rimedi per l'inadempimento, come si diceva, riacquisì centralità e venne sviluppato in un contesto sensibilmente diverso da quello proprio dei decenni precedenti. Gli accordi di voto si erano, infatti, affermati come fenomeno proprio delle società chiuse, ossia di realtà caratterizzate da una ristretta base sociale, da una più diretta partecipazione dei soci alla vita sociale, da relazioni personali tra i soci e anche da una minore attitudine dell'azione sociale ad interferire con i diritti di creditori e terzi.

In questo scenario, si cominciò prima ad ammettere l'astratta possibilità di ricorso a *specific enforcement*<sup>137</sup> e, successivamente, a tentare di intervenire con rimedi esecutivi in forma specifica, anche a carattere successivo.

È quanto accadde, negli anni '40, nel noto caso *Ringling vs. Ringling*, relativo all'inadempimento di un patto di nomina degli amministratori, che portò a una composizione del consiglio diversa da quella convenuta<sup>138</sup>. Il giudice di prima istanza intervenne con un rimedio esecutivo in forma specifica, dichiarando invalida l'elezione, revocando gli amministratori nominati in violazione

---

citato da C. ROHRlich, *Corporate Voting: Majority Control*, in 7 *Saint John's L. Rev.*, 1933, 223-224.

<sup>136</sup> Così osservava J.N. DUGGINS, *Corporations – Specific Enforcement of Shareholder Agreements*, in 45 *North Carolina L. Rev.*, 1966, 230.

<sup>137</sup> Così, per es., in *Clark v. Dodge* (nt. 123).

<sup>138</sup> *Ringling v. Ringling Bros. Barnum & Bailey Combined Shows Inc.* (1946) 29 Del. Ch. 318. Il patto era relativo a una società con ristretta base sociale, nella quale due dei tre soci, tutti titolari di partecipazioni paritetiche, si accordavano per definire di concerto la propria decisione di voto in relazione alla nomina degli amministratori, sì da riuscire, con il sistema di voto cumulativo, a nominare cinque componenti del consiglio su sette. Il patto conteneva una clausola nella quale si prevedeva che, nel caso di disaccordo tra le parti sulla scelta degli amministratori, la decisione sarebbe stata rimessa a un terzo arbitratore, già individuato nel patto. In occasione dell'assemblea di rinnovo del consiglio, a fronte del disaccordo delle parti contraenti, la scelta fu effettivamente rimessa al terzo, al quale però non erano state conferite, nel patto, le deleghe di voto. Uno degli stipulanti, in disaccordo con la decisione assunta, decise di disattenderla, allineando la propria decisione di voto a quella del terzo azionista esterno al patto e definendo con quest'ultimo la nuova composizione del consiglio. Per un'analisi dettagliata del caso, v. A. CHAYES, *Madame Wagner and the Close Corporation*, in 73 *Harvard L. Rev.*, 1960, 1539-1542.

del patto e ordinando la riconvocazione dell'assemblea, nella quale votare secondo quanto convenuto nel patto. La Corte Suprema del Delaware annullò quella decisione, ritenendola non in grado di assicurare l'esecuzione specifica del patto in presenza del perdurante dissenso degli stipulanti (il giudice si era infatti limitato ad ordinare di votare secondo quanto convenuto, senza imporre il conferimento di deleghe di voto), qualificò come nulli i voti espressi in violazione dell'accordo e ordinò che i risultati dell'elezione fossero ridefiniti al netto di quei voti, senza necessità di ripetere il procedimento assembleare<sup>139</sup>.

La sentenza lasciava, quindi, trasparire una «evolving favourable attitude toward specific enforcement»<sup>140</sup>, che la dottrina accolse favorevolmente e che irrobustì con argomenti di carattere sistematico, sottolineando come il ricorso a tali misure fosse (e tuttora sia) da ritenersi ammissibile, in via generale, tutte le volte in cui il rimedio risarcitorio risulti in concreto inadeguato<sup>141</sup>, anche per via della difficoltà di quantificare il danno<sup>142</sup> – circostanze certamente ricorrenti nel caso di violazione di patti di voto relativi alla nomina degli organi sociali, specialmente quando associati alla perdita del controllo societario<sup>143</sup>.

Alla fine degli anni '40, negli Stati Uniti si era, quindi, giunti ad ammettere che, a fronte dell'inadempimento dei *voting agreement* relativi a società chiuse, i giudici avrebbero potuto astrattamente assumere tre diverse decisioni: *i*) garantire un *enforcement specifico* del patto; *ii*) negare lo *specific performance relief*, ma dichiarare nullo il voto espresso in violazione del patto e imporre una ridefinizione degli esiti della votazione, e quindi dei contenuti della deliberazione; *iii*) rifiutare di adottare provvedimenti diversi dal risarcimento dei danni.

In punto attuazione in concreto delle misure, tuttavia, l'analisi della giurisprudenza lascia emergere come lo *specific enforcement* del patto fosse in effetti confinato a rare e circoscritte ipotesi, declinato soltanto nella forma di *injunction* e adottato in presenza di accordi a contenuto dettagliato, formulati in modo tale che il giudice potesse definire un provvedimento ordinatorio senza

---

<sup>139</sup> Così, *Ringling Bros. Barnum & Bailey Combined Shows Inc. v. Ringling* (1947) 29 Del. Sup. Ct. 610, riportata tra gli altri da J.N. DUGGINS, (nt. 136), 232 ss.

<sup>140</sup> Così, J.N. DUGGINS, (nt. 136), 230.

<sup>141</sup> Il principio risale a una giurisprudenza della seconda metà dell'Ottocento, *Satterthwait v. Marshall* (1872) 4 Del. Ch. 337, esaminata analiticamente N. LINDLEY, *A Treatise on the Law of Partnership*, vol. II, Chicago, Callaghan, 1888, 475 ss.

<sup>142</sup> Cfr. W.W. COOK, *A Treatise on the Law of Corporations Having Capital Stock*, t. I, New York, Baker, Voorhis & Co., 1923, 2191.

<sup>143</sup> Così, tra gli altri, A. CHAYES, (nt. 138), 1543.

sostituirsi agli azionisti nella decisione di voto<sup>144</sup>; alla dichiarazione di nullità del voto espresso in violazione del patto si era, invece, fatto ricorso nel solo precedente prima riportato; in tutti gli altri casi, si ricorreva al rimedio risarcitorio, se richiesto dalle parti e sempre che fosse data prova del danno patito e del suo ammontare.

### 9. *L'influenza della giurisprudenza in materia di patti di voto sull'evoluzione della disciplina societaria nel corso degli anni '50 e '60.*

A partire dagli anni '30, come si ricordava, i *voting agreement* andarono sempre più specificandosi come fenomeno proprio delle società chiuse, nelle quali le dimensioni dell'azionariato rendevano possibile la realizzazione di assetti coordinati su base puramente contrattuale e il coinvolgimento dei soci nell'attività di gestione appariva come di per sé fisiologico<sup>145</sup>.

In tali società, i patti tra soci (di voto e di controllo) svolsero, invero, una funzione integrativa e modificativa della disciplina legale in materia societaria.

Le norme di *corporate law*, com'è noto, erano state elaborate intorno alle esigenze delle grandi società di capitali e con finalità di protezione delle minoranze azionarie, degli azionisti diffusi, dei creditori dell'impresa e del pubblico degli investitori: in questo senso erano da intendersi le norme che prevedevano l'attribuzione in via esclusiva del potere di gestione dell'impresa agli amministratori, o la separazione dei poteri all'interno della società, o ancora la libera trasferibilità delle azioni, e persino lo stesso principio di maggioranza<sup>146</sup>.

Quelle norme, aventi portata generale, si applicavano negli stessi termini anche alle società chiuse, come contropartita al beneficio dell'incorporazione, e quindi della responsabilità limitata<sup>147</sup>. Tuttavia, le dinamiche interne alle società chiuse erano evidentemente molto diverse: la base sociale piuttosto ri-

---

<sup>144</sup> Cfr. *Roberts v. Whitson* (1945) 188 S.W. 2d 875 e *Johnson v. Spartanburg County Fair Ass'n* (1947) 41 S.Car. 599, citati in *Specific Enforcement of Shareholder Agreements* (nt. 131), 744; nonché, *Baren v. Baren* (1947) 59 Pa. 556 e, qualche anno più tardi, *Katcher v. Ohsman* (1953) 26 N.J. Super. 28, entrambe citate in J.N. DUGGINS, (nt. 136), 230.

<sup>145</sup> L.J. MILLER, *Illinois Close Corporations: Analysis of the New Act*, 27 *De Paul L. Rev.*, 1978, 593.

<sup>146</sup> Così osservano H. WELLS, *The Rise of Close Corporation and the Making of Corporation Law*, in 5 *Berkeley Bus. L. J.*, 2008, 263, 285, 293 ss.; e A. CHAYES, (nt. 138), 1532-1533.

<sup>147</sup> Così, H. WELLS, (nt. 40), 626.

stretta non dava luogo a problemi di separazione tra proprietà e controllo dell'impresa, e anzi normalmente gli azionisti (almeno, quelli più rilevanti) erano direttamente coinvolti nella gestione, svolgendo funzioni di amministratore o di dirigente della società; l'investimento si presentava come tendenzialmente di lunga durata; la trasferibilità delle azioni (i.e. la garanzia di *exit* del socio mediante trasferimento della partecipazione), pure libera, era evidentemente assai meno fluida di quella garantita dai meccanismi del mercato dei capitali. Per queste ragioni, le società chiuse erano di fatto percepite come una forma intermedia tra la *corporation* e la *partnership*, una sorta di “*incorporated partnership*”<sup>148</sup>.

Tali peculiarità, almeno fino alla metà del Novecento, non trovarono un punto di emersione a livello legislativo, cosicché l'adattamento delle norme di *corporate law* alla realtà delle società chiuse fu realizzata per via “parasociale”, mediante il ricorso ad accordi (di voto, di controllo o insieme di voto e di controllo) che di fatto ridisegnavano le regole di funzionamento della società: così per gli accordi relativi alla nomina degli azionisti di controllo nel ruolo di amministratori, o per quelli che attribuivano agli azionisti poteri di ingerenza diretta sull'amministrazione dell'impresa o poteri di veto su specifiche scelte gestorie, o ancora per quegli accordi che riservavano agli azionisti di minoranza poteri sovra-proporzionali di voto<sup>149</sup>.

Il giudizio sulla validità di *voting e pooling agreement* così strutturati fu sostanzialmente positivo, e anzi questi si accreditarono come strumento di facilitazione del governo dell'impresa, in grado di prevenire situazioni di conflitto tra azionisti di controllo, di definire in via preventiva la linea strategica dell'impresa e, quando previsto, garantire un coinvolgimento diretto delle minoranze azionarie in processi decisionali dai quali normalmente sarebbero state escluse. Accordi così strutturati sembravano, quindi, poter realizzare effetti positivi per la società nel suo complesso, e non solo per gli stipulanti<sup>150</sup>.

Il ricorso ad accordi tra soci in funzione integrativa o modificativa del regime legale di *corporate law* si affermò al punto tale che, in diversi Stati, a partire dalla fine degli anni '40, le associazioni di avvocati cominciarono a predisporre modelli uniformi di *agreement*, che fossero conformi alle norme e

---

<sup>148</sup> Così osservava G.D. HORNSTEIN, (nt. 119), 1046.

<sup>149</sup> Sul punto, v. H. WELLS, (nt. 146), 291-293, il quale concludeva: «Every such agreement was an attempt, one way or another, to bend corporate law to the specific needs of the participants» (293).

<sup>150</sup> Così, S.N. BULLOCH, (nt. 121), 70.

ai principi giurisprudenziali vigenti in quello Stato<sup>151</sup>. Allo stesso tempo, cominciarono a comparire i primi contributi scientifici dedicati esclusivamente alle società chiuse, le quali venivano presentate come fenomeno distinto dalle altre *corporation*<sup>152</sup>.

Man mano che accordi di questo tipo, particolarmente diffusi nella prassi del tempo, passarono al vaglio giurisprudenziale, e man mano che i giudici ammettevano come legittime deviazioni, più o meno sensibili, dal sistema ordinario di *corporate law*, si venne sviluppando un corpo di principi e di precedenti giurisprudenziali in materia di società chiuse, parallelo rispetto a quello generale – si venne, in altri termini, a creare la *common law* in materia.

Il passaggio ulteriore, in questo processo evolutivo, si realizzò sul legislativo, con la codificazione dei principi di *common law* elaborati dalle corti e l'introduzione, nelle norme statali di *corporate law*, di previsioni specifiche per le *closely-held corporation*.

Il primo a intervenire in questa direzione fu lo Stato di New York nel 1948; iniziative legislative analoghe vennero poi adottate in molti altri Stati nel corso degli anni '50 e '60<sup>153</sup>.

Alla fine degli anni '60, venne anche elaborata una nuova versione del *Model Business Corporation Act* che valorizzava le specificità delle società chiuse, garantendo, per queste, più ampi margini di autonomia statutaria e ammettendo come legittima non solo l'ingerenza dei soci nelle attività di gestione, ma anche la possibilità per questi di definire, all'interno di *shareholder agreement*, la linea strategica dell'impresa<sup>154</sup>.

## 10. *L'incidenza delle teorie contrattualistiche dell'impresa sulla validità dei voting agreement relativi a società chiuse.*

Nel corso degli anni '70 e '80, la disciplina relativa agli accordi di voto (e di voto e controllo), pur con fisiologiche oscillazioni tra le giurisdizioni statali, si stabilizzò su approdi pressoché comuni, nel senso di un generale allentamento delle limitazioni alla legittimità anche dei patti interferenti con i poteri

---

<sup>151</sup> Così riferisce H. WELLS, (nt. 146), 309-310.

<sup>152</sup> V., tra gli altri, G.D. HORNSTEIN, (nt. 119), 1047; W.P. Scott, *The Close Corporation in Contemporary Business*, 13 *Bus. Lawyer*, 1958, 741 ss.; F.H. O' NEAL, *Close Corporations: Law and Practice*, 1958, 670.

<sup>153</sup> Così, tra gli altri, F.H. O' NEAL, (nt. 152), 673.

<sup>154</sup> Così ancora H. WELLS, (nt. 146), 311.

attribuiti *ex lege* agli amministratori<sup>155</sup>. Tali aperture riguardavano, in ogni caso, soltanto i patti relativi a società chiuse; patti di contenuto analogo, se riferiti a società quotate, continuavano ad essere unanimemente qualificati come illegittimi<sup>156</sup>.

L'apertura alla legittimità degli accordi tra soci interferenti con le regole di struttura delle società<sup>157</sup> si spiega non solo alla luce degli effetti positivi sulla *governance* dell'impresa, cui si accennava nel paragrafo precedente, ma probabilmente anche alla luce del dibattito teorico che si sviluppò in quegli anni, segnato, come è noto, dalla contrapposizione tra teorie contrattualistiche e non contrattualistiche dell'impresa.

Il primo orientamento, risultato sostanzialmente prevalente, propugnava una visione dell'impresa come *nexus of contracts*, e delle relazioni di impresa come fisiologicamente rette da principi di libertà negoziale e autonomia privata, e quindi liberamente definibili dalle parti.

Entro tale scenario, la *corporate law*, già tradizionalmente rappresentata come *enabling statute*, assumeva più propriamente la connotazione di disciplina legale a carattere residuale, formulata per offrire ai privati un insieme di regole di *default* tali da approssimare, al massimo grado, la regolazione del rapporto sociale che i soggetti privati avrebbero definito in assenza di costi transattivi. In tal senso, le norme di *corporate law* erano intese come in gran parte derogabili (mediante c.d. "*opt out*") con un (altro) atto di autonomia privata<sup>158</sup>.

---

<sup>155</sup> Così, con un'osservazione di sintesi, D.J. KARJALA, *A Second Look at Special Close Corporation Legislation*, in 58 *Texas L. Rev.*, 1980, 1207.

<sup>156</sup> Sul punto, v. S.S.N. BULLOCH, (nt. 121), 72.

<sup>157</sup> Si riprende qui la classificazione delle norme di *corporate law* in *distributional rules* (che disciplinano la distribuzione degli *asset* tra i soci, quali gli utili annui e l'attivo di liquidazione), *fiduciary rules* (che definiscono gli obblighi di amministratori e azionisti) e *structural rules* (che disciplinano la ripartizione dei poteri all'interno della società e le condizioni di esercizio del potere stesso), formulata da M.A. EISENBERG, in *The Structure of Corporate Law*, in 89 *Colum. L. Rev.*, 1989, 1461 ss.

<sup>158</sup> Dalla teoria economica dell'impresa come *nexus of contracts* (su cui v. soprattutto M.C. JENSEN, W.H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in 3 *J. Fin. Econ.*, 1976, 310, i quali qualificarono l'impresa, al pari di altre forme organizzative, come «legal functions, which serve as a nexus for a set of contracting relationships among individuals») la dottrina giuridica ricavò, come è noto, la tesi per cui la società opererebbe alla stregua di un contratto, retta quindi da principi di autonomia e libertà negoziale, e che la *corporate law* sarebbe da intendersi come «the standard form contract for issues of corporate structure», liberamente modificabile dalle parti, per consentire un adattamento di quelle regole alle specificità dell'impresa: così, per tutti, F.H.



Anche il diritto di voto veniva inquadrato in una prospettiva contrattualistica e rappresentato come diritto di assumere decisioni sugli aspetti del rapporto sociale non disciplinati nel contratto di società o nella legge, ossia come strumento – convenzionale – di integrazione della disciplina (di matrice legale, nel caso di adesione allo statuto definito nella *corporate law*, o di matrice convenzionale, in caso di *opt out*) della società cui si partecipava<sup>159</sup>.

In questo scenario, nel quale si allentava la pervasività dei vincoli legali e si ammetteva come possibile, se non auspicabile, una riscrittura convenzionale delle regole di funzionamento della società, appare plausibile ritenere che un'attenuazione dei vincoli di imperatività espressi dalla disciplina legale, ammessa a livello di *bylaw*, potesse ritenersi ammissibile anche, o *a fortiori*, a livello “parasociale”.

Nel corso degli anni '80, il *favor* verso una estensione del perimetro di validità dei patti tra soci, inclusi quelli atti a modificare le regole di struttura della società, trovò conferma anche sul piano normativo.

Nella versione del *Model Business Corporation Act* adottata nel 1985 si introdusse, infatti, una disciplina specifica in materia di *shareholder agreement* e, in particolare, si riconobbero espressamente come legittimi quegli accordi, relativi a società chiuse, atti a interferire con i poteri legislativamente attribuiti agli amministratori<sup>160</sup>.

In senso analogo si espressero diverse legislazioni statali in materia, rico-

---

EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *The Corporate Contract*, in 89 *Colum. L. Rev.*, 1989, 1416 ss. e spec. 1426 ss.

Le tesi contrattualistiche, ancorché prevalenti, furono oggetto di significative critiche: sul punto, v. soprattutto J.N. GORDON, *The Mandatory Structure of Corporate Law*, in 89 *Colum. L. Rev.*, 1549 ss., il quale rimarcava: *i*) l'assenza di una chiara opzione normativa per un sistema di “*enabling corporate law*”, giacché le norme derogabili coesistevano, persino nel Delaware, con un insieme di norme imperative e inderogabili; *ii*) il problema del “governo dell'incertezza”, giacché il contrattualismo spinto avrebbe reso imprevedibili le regole di governo dell'impresa, anche a danno degli azionisti, e avrebbe limitato la funzione chiarificatrice della giurisprudenza; *iii*) la necessità di tutelare gli interessi sottostanti alla previsione di norme imperative, i quali non è detto che trovino adeguata protezione nel contesto di una regolazione privata del rapporto. Critiche analoghe vennero espresse anche da L.A. BEBCHUK, *Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desiderable Constraints on Charter Amendments*, in 102 *Harvard L. J.*, 1989, 1820 ss.

<sup>159</sup> F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *Voting in Corporate Law*, in 26 *J. L. & Econ.*, 1983, 402-403: «voting exists in corporations because someone must have the residual power to act (or delegate) when contracts are not complete».

<sup>160</sup> Cfr. Model Statutory Close Corporation Supplement, 1985, § 20. Sul punto v. J.E. OLSON, *Representing Minority Shareholders in Close Corporations under Model Business Corporation Acts*, in 64 *Wash. U. L. Q.*, 1986, 509-510.

noscendo la legittimità di accordi che attribuivano agli azionisti prerogative proprie degli amministratori, oppure delimitando in termini soltanto negativi l'ambito di legittimità dei patti di voto<sup>161</sup>, con la conseguenza di veicolare l'idea che gli accordi tra soci di società chiuse fossero uno strumento, tra gli altri, di definizione della disciplina delle società.

### 10.1. *La disciplina dei patti totalitari.*

L'estensione più pronunciata dei margini di validità degli accordi di voto, e quindi l'assimilazione più marcata tra patti sociali e "parasociali", riguardò gli accordi totalitari, per i quali anche le legislazioni statali più severe ammettevano come legittime le limitazioni al potere degli amministratori<sup>162</sup>.

D'altra parte, la giurisprudenza negli anni aveva adottato, per i patti totalitari, orientamenti valutativi particolarmente flessibili, sostenuti dall'argomento della strutturale inidoneità di tali patti a ledere le minoranze azionarie. L'illegittimità dei patti totalitari risultava, così, circoscritta alle sole ipotesi di sostanziale esautoramento dell'organo amministrativo o di possibile danno ai creditori sociali<sup>163</sup>.

Ancora, in presenza di patti totalitari, i giudici erano più inclini ad adottare anche rimedi diversi da quello risarcitorio – dal mero ordine giudiziale di dare attuazione ai contenuti dell'accordo<sup>164</sup>, all'annullamento delle deliberazioni

---

<sup>161</sup> Per riferimenti di dettaglio, v. ancora S.S.N. BULLOCH, (nt. 121), 72-73.

<sup>162</sup> Cfr. Wis. Statue Ann., 1985, §180.995(12)(a), in J.E. OLSON, (nt. 160), 513.

<sup>163</sup> Quanto alla prima ipotesi, v. *Gadza v. Kolinski* (1982) 458 N.Y.S. 2d. 387, in senso cnf. a *Burnett v. Word* (1967) 412 S.W.2d 792 e a *Long Park v. Trenton – New Brunswick Theatres* (1948) 297 N.Y. 174; anche sul punto, tuttavia, l'orientamento non appariva granitico: nel senso della legittimità di tali patti si era espressa la sent. *Pohn v. Diversified Industries Inc.* (1973) 403 Ill. F. Supp. 413. Sul punto, v. S.S.N. BULLOCH, (nt. 121), 73-78.

<sup>164</sup> Cfr. *Samuelson v. Starr* (1961) 213 N.Y. Sup. Ct. 889, riferito alla revoca senza giusta causa di un amministratore nominato per effetto di un patto di voto: secondo i giudici, l'accordo con cui tutti gli azionisti di una impresa convenivano di nominare come amministratore un certo soggetto non solo era valido, ma «may be specifically enforced if there is no interference with the rights of creditors or minority stockholders». Su tali basi, ordinano con *injunction* di dare esecuzione all'accordo. Il caso è riportato in S. KRUGER, *Corporate Pooling Agreements and Restriction-of-Directors Agreements*, in 10 *Anglo American L. Rev.*, 1981, 75. In senso analogo, v. *In re Farm Industries* (1963) 41 Del. Ch. 379, in cui citata in W.A. KAAL, *United States of America*, in S. MOCK, K. CSACH, B. HAVEL (eds.), *International Handbook on Shareholders' Agreements*, Berlin-Boston, De Gruyter, 2018, 663).

sociali assunte in difformità dell'accordo di voto, con conseguente ordine di ripetizione della votazione<sup>165</sup>.

In altri termini, per i patti totalitari si era andato delineando, nel tempo, un regime specifico, più permissivo, che verosimilmente contribuì anche alla loro diffusione nella prassi societaria.

I patti totalitari erano normalmente stipulati al momento stesso della fondazione della società e concepiti come accordi *a latere* del *bylaw*, adottati per definire dettagliatamente le regole di *governance* dell'impresa e fissarne le linee strategiche, potendo contare al riguardo su margini di libertà negoziale più ampi di quelli consentiti a livello sociale<sup>166</sup>.

I patti totalitari assumevano, quindi, propriamente la connotazione di contro-scritture rispetto ai patti sociali, ponendosi in sostanziale continuità rispetto a questi.

L'assimilazione tra *shareholder agreement* totalitari e patti sociali, in termini di efficacia vincolante e di *enforcement*, trovò diretta consacrazione nei primi anni '90, con la modifica al *Model Business Corporations Act*<sup>167</sup> e l'introduzione del § 7.32, ancora vigente, secondo cui gli accordi di voto, se stipulati tra tutti gli azionisti e resi pubblici nelle forme prescritte (l'accordo deve essere realizzato in forma scritta, anche in atto separato dal *bylaw*, e comunicato alla società interessata; l'esistenza dell'accordo deve essere annotata sui certificati azionari in circolazione), possono legittimamente comportare una (anche significativa) limitazione ai poteri degli amministratori (per es. «eliminate the board of directors or restrict the discretions or powers of the board of directors»: così, alla lett. a, n. 1), e sono vincolanti non solo per le parti stipulanti, ma anche per la società e per gli azionisti futuri: chi entra a far parte di una società, in altri termini, si vincola contrattualmente non solo a quanto previsto negli atti "sociali" (*incorporation chart* e *bylaw*), ma anche ai contenuti di patti totalitari che soddisfino le condizioni del § 7.32. Nella disciplina generale dei patti di voto si introduce, quindi, un'importante deroga, nel senso dell'estensione *ultra partes* degli effetti dell'accordo, in netta discontinuità con il regime ordinario di efficacia relativa, pacifico e mai messo in discussione, in quanto direttamente ancorato alla natura stessa (contrattuale) del patto. Inoltre, accordi di questo tipo, modificabili solo con il consenso di tutti gli azionisti

---

<sup>165</sup> Il riferimento è al caso *Weil v. Berseth* (1966) 220 Conn. A.2d 456, citata, tra gli altri, da T.P. WRIGHT II, (nt. 118), 518-519.

<sup>166</sup> V. tra altri M.A. EISENBERG, (nt. 157), 1465; S.S.N. BULLOCH, (nt. 121), 79.

<sup>167</sup> Cfr. *Changes in the Revised Model Business Corporation Act – Amendments Pertaining to Closely Held Corporations*, 46 *Bus. Law*, 1990, 297 ss.

(salvo che nel patto non si preveda diversamente) e sono soggetti a *specific enforcement*<sup>168</sup>.

Si è giunti, così, con un diverso processo evolutivo, ad adottare per i patti totalitari un approccio simile a quello proprio della tradizione inglese<sup>169</sup>, nel quale, sin dagli anni '60, gli accordi tra soci, anche a carattere informale, sono intesi come sostitutivi di una delibera assembleare, e quindi vincolanti per la società, quando il patto coinvolga tutti i soci titolari di diritto di voto su quella materia<sup>170</sup>. L'assimilazione si estende anche alle deliberazioni c.d. straordinarie, cosicché il patto totalitario può operare come strumento di modifica degli *articles*, alternativo ai procedimenti formali, legislativamente previsti<sup>171</sup>, ove siano rispettati specifici oneri pubblicitari – gli stessi previsti per i patti sociali<sup>172</sup>.

---

<sup>168</sup> Cfr. W.A. KAAL, (nt. 164), 660 ss.

<sup>169</sup> Nel Regno Unito, la disciplina dei patti totalitari sembra discendere dal marcato contrattualismo che connota il sistema di *company law* e che investe anche i processi deliberativi interni all'impresa, anch'essi inquadrati in una dimensione sostanzialmente negoziale. La deliberazione assembleare, in particolare, è tradizionalmente descritta come manifestazione di volontà non già dell'ente, ma dei suoi *member*; essa, grazie al filtro della *corporation*, può essere adottata a maggioranza, anziché all'unanimità, come invece previsto nell'ordinario regime contrattuale (v. per tutti, L.C.B. GOWER, *Principles of Modern Company Law*<sup>2</sup>, London, Stevens, 1957, 508). In coerenza con queste premesse, già negli anni '20 del Novecento i giudici giunsero ad affermare che il consenso prestato dagli azionisti separatamente, e persino in momenti differenti – e quindi al di fuori del procedimento assembleare – potesse dirsi sostanzialmente equivalente a una formale deliberazione: cfr. *Parker and Cooper Ltd. v. Reading* (1926), 1 Ch. 975, in F.B. PALMER, *Company Law*<sup>20</sup>, London, Stevens & Sons, 1959, 474. Su queste basi, si sviluppò l'evoluzione successiva, che portò più direttamente a qualificare un accordo di voto tra soci, anche a carattere informale, come sostitutivo di una delibera assembleare.

<sup>170</sup> Cfr. *In re Duomatic Ltd.* (1969), 2 Ch. 365. Il caso era riferito alla quantificazione e al conseguente pagamento della remunerazione degli amministratori, definita di concerto da tutti i soci, senza però un passaggio deliberativo assembleare. Per un'analisi del caso si fa rinvio a R. GRANTHAM, *The Unanimous Consent Rule in Company Law*, in 52 *Cambridge L. J.*, 1993, 247-248.

<sup>171</sup> Così in *Cane v. Jones* (1980) 1 W.L.R. 1451, riportata tra gli altri in C. BAXTER, *The Role of the Judge in Enforcing Shareholder Rights*, in 42 *Cambridge L. J.*, 1983, 97 ss. In senso cnf., v. anche *In re Horsley & Weight Ltd.* (1982) 4 Ch. 442, citata in R. GRANTHAM, (nt. 170), 268.

<sup>172</sup> Cfr. § 380 (4)(c) del Companies Act del 1985, che recepisce i principi giurisprudenziali emersi in materia di patti totalitari, prescrivendo, inoltre, il rispetto degli specifici adempimenti pubblicitari. La disciplina è rimasta sostanzialmente invariata nel *Companies Act* del 2006, all'oggi vigente: v. in combinato disposto sect. 17 e sect. 29.

## 11. *I voting agreement nel diritto vivente.*

Il coordinamento contrattuale di voto presenta, nel diritto vivente americano, elementi di continuità con l'esperienza fin qui esaminata e, al contempo, profili di evidente novità.

Per un verso, infatti, persiste il ricorso a *voting agreement* come strumento ordinario *private ordering* nelle società chiuse. Per altro verso, negli anni recenti, la ricostruzione del fenomeno parasociale come proprio, se non esclusivo, delle società "chiuse" ha subito interessanti evoluzioni, essenzialmente dovute al ruolo e all'attività svolta dai fondi di investimento. Le innovazioni, al riguardo, investono due diversi profili: l'evidenza del fenomeno "parasociale" anche nelle società quotate e il ricorso ad accordi tra soci come strumento di *governance* nelle *startup* partecipate da fondi di investimento.

### 11.1. *Il private ordering per via parasociale nelle società chiuse.*

Nelle società chiuse gli *shareholder agreement* si sono affermati, nel tempo, come strumento pressoché ordinario di regolazione dei rapporti sociali, che consente di giungere a una sostanziale ridefinizione delle regole di funzionamento della società, adattandole alle esigenze degli stipulanti, i quali normalmente esprimono il gruppo di controllo della società<sup>173</sup>.

I vantaggi del ricorso a patti parasociali, in alternativa a un intervento sul *bylaw* o sulla *incorporation chart*, pure possibile e pure di ampiezza non marginale, si apprezzano sotto diversi profili: il carattere di riservatezza del patto (che investe tanto l'esistenza di un patto quanto i suoi contenuti), in contrapposizione al tenore necessariamente pubblico dei patti sociali<sup>174</sup>; una maggio-

---

<sup>173</sup> La diffusione dei patti nelle società chiuse è un dato ampiamente sottolineato anche dalla dottrina recente: v., *ex multis*, W.A. KAAL, (nt. 164), 646; G. RAUTERBERG, *The Separation of Voting and Control: The Role of Contract in Corporate Governance*, in 38 *Yale J. Regulation*, 2021, 1124, 1127-1128; V. RICKS, *Strategic Shareholder and Member Voting Agreements Under Texas Business Entity Law*, in 68 *Baylor L. Rev.*, 2016, 335.

Il fenomeno è tanto diffuso che l'*American Bar Association* ha ritenuto di pubblicare un documento di sintesi, nel quale si segnalano i profili contenutistici più critici e si forniscono opportuni accorgimenti tecnici per evitare le contestazioni di validità dell'accordo o di alcune sue clausole: cfr. Corporation Law Committee of the Association of the Bar of the City of New York, *The enforceability and Effectiveness of Typical Shareholder Agreement Provisions*, in 65 *Business Lawyer*, 2010, 1153-1203.

<sup>174</sup> Nelle società chiuse, la trasparenza degli *shareholder agreement*, quando prevista, è comunque strutturata come onere, alla cui esecuzione è associato (in presenza di ulteriori con-

re flessibilità nelle forme di adozione e di modifica, giacché gli *shareholder agreement*, retti dalle norme in materia di contratti, possono essere modificati con il consenso unanime dei soci (o con criteri maggioritari, se previsti nell'accordo), ma non richiedono procedimenti deliberativi formali di modifica e, soprattutto, non richiedono la collaborazione dell'organo amministrativo, che in diverse giurisdizioni è invece chiamato a formulare la proposta di modifica degli *articles*, poi sottoposta all'approvazione sociale<sup>175</sup>; e soprattutto, una maggiore flessibilità nella definizione dei contenuti del patto e, quindi, un più ampio margine di esercizio dell'autonomia privata. Le norme in materia societaria, infatti, pur particolarmente flessibili e tendenzialmente *enabling*<sup>176</sup>, presentano comunque un nucleo minimo di previsioni (relative soprattutto all'articolazione dei poteri endo-societari) che restano inderogabili per via "sociale"<sup>177</sup>; queste, invece, possono essere validamente ridefinite per via "para-sociale", anche intervenendo sull'equilibrio di poteri interno alla società e attribuendo ai soci funzioni che, nel regime legale ordinario, spetterebbero necessariamente agli amministratori<sup>178</sup>.

In tal senso, in linea con gli orientamenti giurisprudenziali consolidatisi nei decenni precedenti, e pure al netto di fisiologiche oscillazioni tra i diversi stati,

---

dizioni) il beneficio di opponibilità ed efficacia *ultra partes* del patto; la pubblicità non costituisce, però, una condizione di validità dell'accordo: sul punto, v. il paragrafo precedente.

<sup>175</sup> Cfr. J.E. FISCH, *Stealth Governance: Shareholder Agreements and Private Ordering*, in 99 *Wash. L. Rev.*, 2021, 927 ss.

<sup>176</sup> Si ritiene che le vigenti legislazioni americane in materia di *corporate law*, al netto delle variazioni pure sussistenti tra uno Stato e l'altro, siano complessivamente più flessibili di quelle europee, per la maggiore incidenza di norme derogabili e, quindi, per i più ampi margini di autonomia negoziale che residuano in capo ai soci. Sul punto, si fa rinvio, tra gli altri, a J. DAMMANN, *The Mandatory Law Puzzle: Redefining American Exceptionalism in Corporate Law*, in 65 *Hastings L. J.*, 2014, 441 ss.

<sup>177</sup> Ciò può dirsi anche con riguardo alla legislazione del Delaware, malgrado questa sia nota per il fatto di esprimere livelli elevati di flessibilità e derogabilità: cfr., anche per riflessioni comparatistiche, K. PISTOR, Y. KEINAN, J. KLEINHEISTERKAMP, M.D. WEST, *Innovation in Corporate Law*, in 31 *J. Comp. Econ.*, 2003, 676 ss. Per un inquadramento generale sulle caratteristiche della *corporate law* in Delaware e sui margini di autonomia negoziale garantiti a livello statutario, v. E.P. WELCH, R.S. SAUNDERS, *Freedom and its Limits in the Delaware General Corporation Law*, in 33 *Del. J. Corp. Law*, 2008, 845 ss.

<sup>178</sup> Cfr. tra tutti, e data l'importanza relativa che esso ricopre, il § 350 del *Delaware Code* nella versione oggi vigente: «A written agreement among the stockholders of a close corporation holding a majority of the outstanding stock entitled to vote, whether solely among themselves or with a party not stockholder, is not invalid, as between the parties to the agreements, on the ground that it so relates to the conduct of the business affairs of the corporation as to restrict or interfere with the discretion or powers of the board of directors».

continuano ad essere ritenuti legittimi non solo i patti di voto relativi alla nomina degli amministratori, nelle loro diverse forme di manifestazione (dalla designazione degli amministratori nel patto alla rinuncia del diritto di voto da parte di alcuni soci<sup>179</sup>) o quelli relativi alla revoca degli stessi<sup>180</sup>, ma anche i patti che definiscono la struttura interna del consiglio, fissano *quorum* speciali per le decisioni di gestione o limitano altrimenti il potere degli amministratori, trasferendolo in capo ai soci<sup>181</sup>, con il solo limite – enunciato nella giurisprudenza più risalente e ormai consolidato – dell'esautoramento di fatto dell'organo amministrativo<sup>182</sup>.

In altri termini, gli *shareholder agreement* consentono di esprimere oggi, al massimo grado possibile, il *private ordering* in ambito societario<sup>183</sup>.

Il fenomeno, tuttavia, ha assunto nella prassi societaria una portata tale da far sorgere il rischio di una sostanziale frammentazione della disciplina delle società chiuse, in contrasto con quei principi di standardizzazione e uniformità dei modelli, assicurati dal regime legale di *corporate law* e considerati garanzia di stabilità e certezza nell'organizzazione di impresa e, quindi, di facilitazione delle decisioni di investimento. Peraltro, la riscrittura di fatto del regime giuridico delle società chiuse potrebbe essere realizzata in condizioni di assoluta opacità, non sussistendo obblighi legali di *disclosure* del patto e dei suoi contenuti che consentano ai terzi di conoscerne e valutarne l'incidenza in concreto sugli assetti proprietari e di controllo dell'impresa. Da qui, una serie sollecitazioni dottrinali orientate, non tanto verso un incremento della trasparenza

---

<sup>179</sup> Cfr. tra gli ultimi, *Klaassen v. Allegro Development Corp.* (2013), Del. C.A. 8626-VCL, cit. da M.H. NORTON, *Shareholder Agreements: Recent Lessons from the Delaware Courts*, in *ABA Bus. Visions Newsletter*, 2019.

<sup>180</sup> Cfr. *Frechter v. Zier* (2017) Del. Ch. WL 345142, citato da G. RAUTERBERG (nt. 173), 1140-1142.

<sup>181</sup> Avendo cura – si suggerisce nel documento ABA cit. nella nota 173 *supra* – di dare indicazione, nel *bylaw* o nei certificati azionari, dell'esistenza di un patto di controllo limitativo dei poteri degli amministratori, onde evitare di incorrere nella contestazione di violazione dei doveri fiduciari nei confronti della società e delle minoranze, doveri che si ritengono sussistenti non solo in capo agli amministratori, ma anche agli azionisti di controllo: cfr. sul punto, il § 350 del Del. Code (nt. 178 *supra*) e, in giurisprudenza, *Kahn V. Lynch Commc'n Sys.* (1994) 638 Del. A.2d 1110.

<sup>182</sup> Così, nella giurisprudenza recente del Delaware, *Schroeder v. Buhannic* (2018) Del. Ch. C.A. 2017-0746-JTL, in M.H. NORTON, (nt. 179).

<sup>183</sup> Così, J.E. FISCH, (nt. 175), 927; in giurisprudenza, v. tra gli ultimi, *Rohe v. Reliance Training Network Inc.* (2000) Del. Ch. WL 1038190, pubblicata in 27 *Del. J. Corp. Law*, 2002, 428 ss.: «stockholder can bind themselves contractually in shareholder agreement in a manner that cannot be permissibly accomplished through an incorporation chart» (436).

dei patti, quanto piuttosto verso una limitazione del *private ordering* anche a livello pattizio<sup>184</sup>, fino al punto di sostenere – in netto contrasto con le visioni “contrattualistiche” dell’impresa – che siano legittime soltanto le deroghe al regime legale fondate su una espressa previsione legislativa legittimante<sup>185</sup>.

## 11.2. *L’evidenza di voting agreement nelle società quotate.*

Tra i fenomeni di più recente emersione, relativi ai patti di voto, è senz’altro da segnalarsi l’evidenza del ricorso a strumenti di coordinamento azionario anche nell’ambito delle società quotate.

Nella percezione diffusa, gli *shareholder agreement* sarebbero estranei alla realtà delle società quotate americane<sup>186</sup>, per ragioni che la dottrina riconduce, per un verso, alle peculiarità dell’azionariato, i cui livelli di diffusione<sup>187</sup> sarebbero difficilmente compatibili con il coordinamento azionario; e, per altro verso, alle specificità del sistema legislativo americano, che sembrerebbe esprimere, sul piano comparatistico, livelli di protezione delle minoranze azionarie così elevati da rendere poco conveniente il ricorso a strumenti costitutivi di controllo societario<sup>188</sup>. A sottolineare l’estraneità degli *shareholder agreement* alle dinamiche delle società quotate contribuiva, fino a qualche anno fa, anche la previsione del Model Business Corporations Act

---

<sup>184</sup> K. GREENFIELD, *The End of Contractarianism? Behavioural Economics and the Law of Corporations*, in E. ZHAMIR, D. TEICHMAN (eds.), *The Oxford Handbook of Behavioural Economics and Law*, Oxford, OUP, 2014, 524; nonché G.M. HAYDEN, M.T. BODIE, *Shareholder Voting and the Symbolic Politics of Corporation as a Contract*, in 53 *Wake Forest L. Rev.*, 2018, 511 ss. e spec. 530 ss. (in chiara adesione a concezioni “istituzionalistiche” dell’impresa).

<sup>185</sup> Così, con posizioni piuttosto radicali, J.E. FISCH, (nt. 175), 919 ss., in continuità con la tesi già sostenuta in *Governance by Contract: The implication for Corporate Bylaws*, in 106 *California L. Rev.*, 2018, 373 ss. e spec. 380.

<sup>186</sup> Così, tra gli altri, S S.N. BULLOCH, (nt. 121), 62; H. MASULLO, *Shareholder Agreements in Publicly Traded Companies: A Comparison Between the US and Brazil*, in 12 *Braz. J. Int’l L.*, 2015, 402; M. VENTORUZZO, *Why Shareholder Agreements are not Used in U.S. Listed Corporations: A Conundrum in Search of Explanation*, in *Bocconi Legal Papers* n. 42/2013, 3.

<sup>187</sup> Nella letteratura economica è diffuso il convincimento che le società quotate americane siano tendenzialmente a capitale diffuso e che il livello di diffusione del capitale sia assai più elevato di quello riscontrabile altrove: v., tra gli altri, R.M. STULZ, *The Limits of Financial Globalization*, in 60 *J. Finance*, 2005, 1595 ss.; J. TIROLE, *The Theory of Corporate Finance*, Princeton, Princeton University Press, 2006, 40 ss.

<sup>188</sup> Una sintesi delle argomentazioni può leggersi in M. VENTORUZZO, (nt. 186), 3 ss.



per cui gli accordi in essere cessavano di avere validità nel caso di quotazione della società<sup>189</sup>.

Tuttavia, diversi fattori contribuiscono a temperare l'assolutezza di tale rappresentazione.

In primo luogo, il dato storico, di cui si diceva nei paragrafi precedenti e che sembra smentire l'incompatibilità di principio degli strumenti di coordinamento azionario con la logica delle grandi società di capitali<sup>190</sup>.

In secondo luogo, le evidenze offerte da recenti studi empirici sulla composizione del capitale delle società quotate, i quali sembrano fornire una descrizione dell'azionariato non del tutto aderente alle rappresentazioni tradizionali e, soprattutto, non incompatibile con la possibilità di un coordinamento tra azionisti. Risulta, infatti, che la maggioranza delle società quotate sia connotata dalla presenza di *blockholder*, i quali in media detengono congiuntamente quote di capitale piuttosto significative, compatibili con l'esercizio di un controllo congiunto (di fatto) dell'impresa<sup>191</sup> e quindi, *a fortiori*, con un ipotetico coordinamento di voto. In uno scenario così connotato, e nell'ambito di una realtà composita e variegata quale quella americana, sembra difficile formulare conclusioni nette quanto all'assoluta estraneità dei patti di voto alle società quotate. Certo, la casistica – abbondante rispetto alle società chiuse – non offre evidenze in materia; ma ciò non basta ad escludere che il fenomeno possa comunque presentarsi, giacché eventuali controversie potrebbero pur sempre essere definite per via arbitrale, sì da preservare anche il carattere di riservatezza dell'accordo.

Infine, il riscontro empirico, confermato in studi in materia, del frequente

---

<sup>189</sup> Così sottolinea J.E. FISCH, (nt. 175), 934-935. La previsione, introdotta nel 2003, è stata abrogata nel 2017.

<sup>190</sup> I *voting trust*, come si ricordava, interessarono soprattutto le grandi *corporations* e anche l'arretramento nel ricorso ai *voting trust* fu conseguenza non già di una carenza di interesse verso il coordinamento azionario, quanto piuttosto di una serie di interventi normativi (obblighi di trasparenza e oneri fiscali) che ne limitarono l'intrinseca convenienza.

<sup>191</sup> Il riferimento è soprattutto allo studio di C.G. HOLDERNESS, *The Myth of Diffuse Ownership in the United States*, in 22 *Rev. Financial Studies*, 2009, 1377-1407. Lo studio esamina la composizione del capitale di 375 società quotate americane, selezionate randomicamente, e riscontra che nel 96% delle società esaminate sono presenti *blockholder* (ossia di azionisti rilevanti, detentori di quote di capitale sociali pari almeno al 5%) e che la quota di capitale che questi congiuntamente detengono è, in media, pari al 39%. Tali risultati si pongono in continuità con quelli emersi in altri studi sugli azionisti rilevanti (il riferimento è a S.C. GILSON, *Bankruptcy, Boards, Banks and Blockholders: Evidence on Changes in Corporate Ownership and Control When Firms Default*, in 26 *J. Fin. Econ.*, 1990, 355-387) relativi a contesti più specifici e circostanziati (nel caso di specie, azionisti finanziari in contesti di fallimento dell'impresa).

ricorso, a margine delle operazioni di quotazione, a patti tra soci volti a influenzare la definizione degli assetti proprietari e di governo dell'impresa, nonché della persistenza di tali accordi anche dopo la IPO<sup>192</sup>.

Accordi del genere, la cui *disclosure* è realizzata in esecuzione degli obblighi informativi preventivi alla quotazione, presentano tipicamente un contenuto complesso (patti di voto, di blocco e di controllo) e sono volti a condizionare la *governance* dell'impresa durante la fase della quotazione, o anche in una fase successiva, sottraendola alle dinamiche ordinarie, e quindi al potere condizionante degli amministratori. Nella maggior parte degli accordi, si provvede a definire la composizione del *board*, individuandone direttamente i componenti o fissando quote di riserva di nomina per ciascuna delle parti contraenti, sì da garantire loro un'adeguata rappresentanza nel consiglio; o ancora, si attribuiscono ad alcuni firmatari specifici poteri di veto, in relazione all'adozione di decisioni di importanza strategica fondamentale (tra queste, cambi di controllo, nomina del *ceo* o emissione di nuove azioni).

Sul piano della composizione soggettiva di tali accordi, elemento ricorrente è la partecipazione di investitori istituzionali (e specialmente di fondi di *private equity* e *venture capital*, nonché *hedge fund*), detentori di partecipazioni rilevanti al capitale dell'impresa in quotazione, insieme a persone fisiche (tipicamente, i soci fondatori) e, in diversi casi, alla società stessa<sup>193</sup>. Tali dati sembrano, quindi, confermare che il coordinamento per l'esercizio del voto richieda certi livelli di concentrazione proprietaria e sia facilitato dall'omogeneità dei soggetti coinvolti<sup>194</sup>.

E proprio tale rilievo induce a ritenere come possibile, in un futuro prossimo, un incremento nel ricorso a patti tra soci nelle società quotate, in ragione delle recenti evoluzioni nella composizione del capitale delle stesse.

Negli anni successivi alla crisi finanziaria del 2008, a fronte della netta ri-

---

<sup>192</sup> Cfr. G. RAUTERBERG (nt. 173), 1124 ss., da cui si traggono le informazioni riportate. L'a. realizza uno studio empirico su un campione di 901 società americane che hanno effettuato una procedura di quotazione negli anni 2013-2018, riscontrando che, nella maggioranza dei casi, le imprese erano interessate, prima della IPO, da accordi di voto (circa il 55% del totale) e che, in una quota non marginale di queste (circa il 15%), si prevedeva che, anche dopo la quotazione, la società sarebbe stata retta da un patto parasociale – quello preesistente o uno nuovo. In molti casi, peraltro, tali accordi vedevano tra i firmatari anche la società stessa, che assumeva l'obbligo di effettuare ogni ragionevole sforzo (*best or reasonable effort*) per l'attuazione del patto.

<sup>193</sup> Cfr. G. RAUTERBERG, (nt. 173), 1148-1158.

<sup>194</sup> Tale rilievo è pressoché pacifico nella letteratura economica, di stampo *behavioral*, in materia di coordinamento strategico: v. tra tutti, M. IVALDI *et al.*, *The economics of tacit collusion*, 2003, [https://ec.europa.eu/competition/mergers/studies\\_reports/the\\_economics\\_of\\_tacit\\_collusion\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/competition/mergers/studies_reports/the_economics_of_tacit_collusion_en.pdf).

duzione di investimenti in fondi c.d. “attivi”, si è registrata una crescita pressoché esponenziale degli investimenti in fondi c.d. “passivi”, i quali sono divenuti azionisti “rilevanti” di un numero significativo di società quotate. In un mercato fortemente concentrato, nel quale dominano sostanzialmente tre grandi operatori, non è infrequente riscontrare che una stessa società sia partecipata da più fondi e che questi partecipino, congiuntamente, a una serie di società, anche tra loro concorrenti<sup>195</sup>. In tale scenario, l’incentivo ad adottare politiche di coordinamento strategico per condizionare la *governance* delle imprese interessate è di per sé elevato, e potrebbe coinvolgere anche l’esercizio del voto in assemblea, contesto nel quale il peso di tali fondi è già chiaramente percepito<sup>196</sup>.

### 11.3. *Gli accordi di voto in startup partecipate da fondi di venture capital.*

Negli anni recenti, il ricorso a *shareholder agreement* si è affermato come routinario anche nelle *startup* partecipate da fondi di *venture capital*.

Per le loro caratteristiche, tali imprese appaiono sostanzialmente discontinue rispetto al modello delle *closed corporation* tradizionali: pur non essendo quotate, esse presentano, infatti, un numero considerevole di azionisti, un significativo grado di vivacità nello scambio delle partecipazioni, realizzato attraverso piattaforme di *trading*, e un assetto gestorio particolarmente accentrato<sup>197</sup>.

La caratteristica quasi-ibrida di tali società fa sì che la disciplina delle società chiuse, cui sarebbero soggette, non sempre risulti adeguata; da qui, un

---

<sup>195</sup> Così J. FICHTNER, E.M. HEEMSKERK, J.G. BERNARDO, *Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and financial risk*, in 19 *Business & Politics*, 2017, 298-346. Gli autori riportano, per i fondi passivi, quote di mercato per l’anno 2015 pari al 34% dell’azionariato complessivo delle società quotate; si tratta di una incidenza sostanzialmente doppia rispetto a quelli registrati nel 2005.

Sull’incidenza dei fondi passivi, anche prima della crisi finanziaria, v. anche G.A. HOLTON, *Investor Suffrage Movement*, in 62 *Financ. Analysts J.*, 2006, 15-20; nonché, G.F. DAVIS, *A New Financial Capitalism? Mutual Funds and Ownership re-concentration in the United States*, in 5 *Eur. Management Rev.*, 2008, 11-21, il quale riporta la presenza di partecipazioni rilevanti (*blockholdings*) del 5%, da parte dei fondi di investimento passivi, in centinaia di società quotate americane.

<sup>196</sup> Cfr. D. SHAPIRO LUND, *The Case Against Passive Shareholder Voting*, 2017, Coase-Sandor Working Paper Series in Law & Economics, University of Chicago ([https://chicago.unbound.uchicago.edu/law\\_and\\_economics/846](https://chicago.unbound.uchicago.edu/law_and_economics/846)).

<sup>197</sup> Così osserva J.E. FISCH, (nt. 175), 927.

frequente ricorso ad accordi tra azionisti – la cui conclusione è sollecitata dai fondi di *venture capital* ed è spesso posta a condizione dell'investimento stesso – per integrare o modificare, in via negoziale, la disciplina legale, adattandola alle specificità e alle esigenze di tali imprese<sup>198</sup>.

Tali accordi, tipicamente a contenuto complesso (patti di voto, di blocco e di controllo), consentono di fatto di definire, in maniera quasi sartoriale, l'assetto di governo e di controllo delle *startup* interessate.

Quanto all'esercizio del diritto di voto, i contenuti di tali patti sono essenzialmente riferiti al potere di nomina del consiglio di amministrazione, con clausole che definiscono la struttura e la composizione del *board*, garantendo un'adeguata rappresentanza ai diversi finanziatori, oppure attribuiscono a specifici azionisti (*i.e.* a specifici fondi di *venture capital*) particolari diritti o poteri di nomina (e quindi di controllo) disproporzionali rispetto alla partecipazione sociale detenuta.

Le clausole di voto coesistono, poi, con pattuizioni più direttamente collegate all'esercizio del potere di controllo, con clausole che prevedono il coinvolgimento degli azionisti nella gestione *day-by-day* o su specifiche operazioni individuate nell'accordo, o più in generale nella definizione della *policy* della società. A complemento di tale assetto, si definiscono normalmente anche le condizioni di trasferimento delle partecipazioni e si disciplina l'*exit* degli investitori<sup>199</sup>.

La possibilità di intervento in via contrattuale, per adeguare la disciplina vigente alle necessità poste da un fenomeno economico nuovo, è tendenzialmente considerata come evidenza del valore aggiunto di un sistema di *corporate law* a carattere sostanzialmente *enabling* che, sfruttando appieno le potenzialità e la flessibilità dello strumento contrattuale, consente di giungere a una regolazione adeguata del rapporto sociale, senza necessità di interventi

---

<sup>198</sup> Il fenomeno è ormai ampiamente documentato: oltre al contributo J.E. FISCH, (nt. 175), 915 ss., specificamente dedicato all'argomento, v. anche E. POLLMAN, *Startup Governance*, in 168 *Univ. Penn. L. Rev.*, 2019, 155 ss.; D.T. JANIS, *Venture Capital Shareholder Agreements – More Attention Now, Less Heartache Later*, in *Bus. Law Today*, 2017, 1; S.W. STEVENSON, *The Venture Capital Solution to the Problem of Close Corporation Shareholder Fiduciary Duties*, in 51 *Duke L. J.*, 2001, 1139 ss. Lo stesso report ABA del 2010 (nt. 173) lo segnalava nel suo *incipit*: «agreements among two or more shareholders of a corporation are commonly used in connection with private equity and venture capital investments» (1155).

<sup>199</sup> Per un'analisi di dettaglio dei contenuti di tali accordi, si fa rinvio a S.W. STEVENSON (nt. 198), 1154-1164; B.J. BROUGHMAN, *The Role of Independent Directors in Startup Firms*, in *Utah L. Rev.*, 2010, 461 ss., e spec. 472 ss.

normativi<sup>200</sup>. D'altra parte, però, si sottolinea come proprio l'incidenza in concreto del *private ordering* in tale contesto sia tale da creare, per gli enti societari interessati, una regolazione di fatto parallela rispetto a quella legale, con conseguenti problemi di limitazione del grado di certezza e prevedibilità della disciplina applicabile e di tutela di sottoscrittori, azionisti e terzi, per via del carattere di riservatezza degli accordi stessi<sup>201</sup>.

Si tratta, in ogni caso, di un fenomeno (quello del ricorso a strumenti contrattuali per sopperire all'inadeguatezza degli schemi legali normativamente previsti) non nuovo all'esperienza americana e che – come già accaduto per le *closely-held corporation* – potrebbe portare, man mano che tali accordi saranno soggetti a vaglio giurisprudenziale, all'emergere di una *common law* in materia, eventualmente in funzione anticipatoria di una disciplina legale specifica, ove ritenuta necessaria.

---

<sup>200</sup> Sul punto, v. ancora S.W. STEVENSON (nt. 198), 1165 ss. (con sollecitazioni al ricorso a *shareholder agreements* anche per la soluzione dei problemi tipici che si pongono nelle *closely-held corporation* ordinarie); nonché, P. GIUDICI, P. AGSTNER, *Startups and Company Law: The Competitive Pressure of Delaware on Italy (and Europe)?*, in 20 *EBOR*, 2019, 597 ss. e spec. 602 ss., i quali sottolineano i vantaggi competitivi derivanti dal tenore *enabling* della legislazione del Delaware, anche nella prospettiva di supporto alla crescita di queste strutture di impresa, e sollecitano l'adozione in Italia di opportuni interventi normativi, nel contesto della s.r.l., che portino a un ragionevole temperamento di alcuni limiti di imperatività che tale disciplina esprime e che ne ostacolano la piena funzionalità in contesti innovativi che coinvolgono investimenti finanziari.

<sup>201</sup> Così, ancora, denuncia J.E. FISCH, (nt. 175), 945 ss.

