



UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

**DOTTORATO DI RICERCA IN DIRITTO COMMERCIALE  
INTERNO ED INTERNAZIONALE**

**CICLO XXVII**

**S.S.D.: IUS/04**

**IL PRINCIPIO DI PROPORZIONALITÀ NEGLI  
ASPETTI PATRIMONIALI  
DELL'INVESTIMENTO SOCIETARIO**

**COORDINATORE: CHIAR.MO PROF. DUCCIO REGOLI**

**TESI DI DOTTORATO DI: MARCO FERRARI**

**MATRICOLA: 4011430**

**ANNO ACCADEMICO 2014/2015**



## SOMMARIO

<b>INTRODUZIONE</b> .....	<b>3</b>
Profili patrimoniali dei diritti sociali, principio di proporzionalità, confini e ragioni dell'indagine. ....	3
<b>CAPITOLO I</b> .....	<b>15</b>
<b>PRINCIPIO DI PROPORZIONALITÀ E LIMITI TIPOLOGICI</b> .....	<b>15</b>
<b>Sezione I</b> .....	<b>15</b>
<b>Il tipo societario</b> .....	<b>15</b>
1. Il «tipo normativo», la fattispecie. ....	15
2. Il «tipo empirico», il modello socio-economico. ....	21
3. Il tipo come limite all'autonomia statutaria. ....	29
<b>Sezione II</b> .....	<b>37</b>
<b>Gli strumenti per l'attribuzione non proporzionale di diritti sociali nelle s.p.a.</b> .....	<b>37</b>
1. Le azioni e le categorie di azioni. ....	37
2. Tra la ridefinizione del principio di uguaglianza delle azioni e i «diritti particolari dell'azionista». .	51
3. Azioni a voto limitato. ....	52
4. Clausole di maggiorazione del dividendo.....	61
5. Altre clausole che subordinano prerogative patrimoniali al verificarsi di condizioni oggettive, predeterminate e potenzialmente riferibili ad ogni azionista. ....	73
6. Profili di disciplina.....	83
7. I «diritti particolari dell'azionista» nella società per azioni chiusa.....	91
<b>Sezione III</b> .....	<b>101</b>
<b>Gli strumenti per l'attribuzione non proporzionale di diritti sociali nelle s.r.l.</b> .....	<b>101</b>
1. Le quote di partecipazione e il principio «un socio, una quota».....	101
2. I diritti particolari del socio di s.r.l. Contenuto e disciplina.....	110
3. Il profilo soggettivo e il profilo circolatorio dei diritti particolari. Verso l'oggettivizzazione della partecipazione nella società a responsabilità limitata. ....	120
<b>CAPITOLO II</b> .....	<b>129</b>
<b>IL DIVIETO DEL PATTO LEONINO</b> .....	<b>129</b>
1. Il divieto del patto leonino nelle società di persone.....	129
2. ( <i>segue</i> ) ... e nelle società di capitali. ....	135
3. Il contenuto del divieto. ....	142
3.1. Il profilo <i>probabilistico</i> .....	144
3.2. Il profilo <i>quantitativo</i> .....	145
3.3. Il profilo della <i>assolutezza</i> . ....	148
3.4. Il profilo della <i>costanza</i> . ....	150
4. Patto leonino e diritti patrimoniali diversi dal diritto all'utile. ....	154
5. Le conseguenze della violazione. ....	161
<b>CAPITOLO III</b> .....	<b>165</b>
<b>IL DISINVESTIMENTO, FRA AUTONOMIA STATUTARIA E PRINCIPIO DI EQUA VALORIZZAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE</b> .....	<b>165</b>
1. Il disinvestimento e le sue declinazioni. ....	165
2. Criteri di liquidazione delle azioni o quote nelle ipotesi legali e convenzionali di recesso.....	168
3. La valorizzazione delle azioni riscattabili e delle azioni redimibili.....	184
4. Esclusione del socio di s.r.l. e il rimborso della partecipazione. ....	198
5. Le clausole di <i>drag-along</i> . ....	202
5.1. ( <i>segue</i> ) ... e il prezzo “subito” dal trascinato. ....	209
<b>CAPITOLO IV</b> .....	<b>217</b>

<b>DIRITTI DI OPZIONE E DI SOTTOSCRIZIONE NON PROPORZIONALI .....</b>	<b>217</b>
1. Diritti di opzione e di sottoscrizione e principio di proporzionalità: impostazione del problema. ....	217
2. L'esclusione del diritto di opzione, la normativa italiana e quella comunitaria: argomenti – insuperabili – contro l'ammissibilità di un diritto di opzione non proporzionale.....	222
3. La clausola statutaria che consente l'esclusione del diritto di sottoscrizione e l'autonomia statutaria. .....	229
<b>INDICE DELLE OPERE CITATE.....</b>	<b>235</b>
<b>INDICE DELLA GIURISPRUDENZA .....</b>	<b>263</b>
<b>ORIENTAMENTI NOTARILI .....</b>	<b>266</b>

## INTRODUZIONE

### **Profili patrimoniali dei diritti sociali, principio di proporzionalità, confini e ragioni dell'indagine.**

Tra le varie posizioni giuridiche che connotano la partecipazione nelle società di capitali, se ne riconoscono alcune dal contenuto esclusivamente patrimoniale, ossia corrispondenti a interessi di natura economica, cioè suscettibili di valutazione in denaro. Le situazioni soggettive attive a contenuto patrimoniale, come noto, attengono, da un lato, alla remunerazione dell'investimento durante la vita della società (*diritto all'utile*), dall'altro, alla remunerazione dell'investimento in caso di scioglimento dell'ente, e cioè alla suddivisione del patrimonio residuante al termine della liquidazione (*diritto alla quota di liquidazione*); quelle passive, invece, all'incidenza delle perdite sul valore della partecipazione sociale.

Invero, nel moderno ordinamento societario, il diritto a una parte del risultato positivo, periodico o finale, derivante dall'attività d'impresa esercitata – e la sopportazione del risultato negativo – paiono individuare il contenuto essenziale e indefettibile, della partecipazione in una società capitalistica con scopo lucrativo<sup>1</sup>. A differenza delle prerogative amministrative – delle quali la principale, il diritto di voto, è espressamente sacrificabile sia nella società a base azionaria che nella società a responsabilità limitata, almeno là dove sottoposta alla peculiare disciplina prevista per l'impresa *start-up* innovativa<sup>2</sup> – quelle patrimoniali non paiono sopprimibili ma solo variamente modulabili.

---

<sup>1</sup> Quando lo scopo lucrativo retrocede a vantaggio di quello altruistico-solidaristico le prerogative patrimoniali del socio sono invece sterilizzate: ai sensi dell'art. 3 del d.lgs. 24 marzo 2006, n. 155, le *imprese sociali* – che possono usufruire degli schemi organizzativi delle società capitalistiche – devono destinare gli utili e gli avanzi di gestione allo svolgimento dell'attività statutaria o ad incremento del patrimonio.

<sup>2</sup> L'art. 26, comma terzo, del D.L. 18 ottobre 2012 n. 179, convertito in L. 17 dicembre 2012, n. 221 stabilisce infatti che «[l]atto costitutivo della società di cui al comma 2 [vale a dire *start-up* innovative costituite in forma di società a responsabilità limitata], anche in deroga all'articolo 2479, quinto comma, del codice civile, può creare categorie di quote che non attribuiscono diritti di voto o che attribuiscono al socio diritti di voto in misura non proporzionale alla partecipazione da questi detenuta ovvero diritti di voto limitati a particolari argomenti o subordinati al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative». In tema di *normale* società a responsabilità limitata, cioè assoggettata al solo dettato codicistico, nonostante il disposto dell'articolo 2479, comma quinto, c.c., secondo il quale «ogni socio ha diritto di partecipare alle decisioni [...] ed il suo voto vale in misura proporzionale alla sua partecipazione», la dottrina è giunta ad affermare l'ammissibilità del voto non proporzionale alla partecipazione al capitale. Si esprimono in questi termini, M. CIAN, *Le decisioni dei soci*, in *Trattato delle società a responsabilità limitata*, diretto da C. Ibba e C. Marasà, vol. 4, Padova, 2009, 87; L. A. BIANCHI – A FELLER, *sub art. 2468*, in *Società a responsabilità limitata.*, a cura di L. A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008,

Accanto ai predetti diritti (o obblighi<sup>3</sup>) sociali patrimoniali, esistono, tuttavia, diritti di difficile inquadramento dogmatico, definibili «*a contenido*

---

306 ss. e R. GUGLIELMO, *Diritti particolari dei soci nelle s.r.l. e voto non proporzionale*, in *Riv. not.*, 2010, I, 615; si v. anche la recente Massima n. 138 del 13 maggio 2014 della Commissione Società del Consiglio notarile di Milano, consultabile *on line* al sito [internet www.consiglionotarilemilano.it](http://internetwww.consiglionotarilemilano.it), nonché, in giurisprudenza la pronuncia del Giudice del Registro di Perugia, 2 aprile 2004, in *Riv. not.*, 2004, 1542. Nell'ordinamento spagnolo solo alla *sociedad anónima* è fatto divieto di emettere partecipazioni azionarie «*que de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho de voto*» (cfr. art. 96.2 *Ley de Sociedades de Capital*), differenziazione che quindi potrà aver luogo esclusivamente emettendo serie di azioni con valore nominale diverso (cfr. art. 94 *LSA*). Mentre, nelle *sociedades de responsabilidad limitada*, l'assenza del divieto è intesa nel senso dell'ammissibilità: la «*proporcionalidad pueda ser alterada por los estatutos sociales, permitiéndose lo que se denominan las participaciones de voto plural, de forma que a igual participación en el capital social se tengan distintos derechos de voto*»; così C. GALÁN LÓPEZ, *Sociedades de capital (III): acciones y participaciones*, in AA. VV., *Derecho de sociedades*, Barcelona, 2014, 163 ss., spec. 173 s. Altri Autori ritengono, invece, che sulla base del tenore letterale degli artt. 2468, comma 2, c.c. e dell'art. 2479, comma 5 c.c., ai soci potrebbe essere riconosciuto un diritto particolare avente ad oggetto il diritto di voto non proporzionale unicamente in relazione alle deliberazioni concernenti l'amministrazione della società o la distribuzione degli utili, così A. DACCÒ, *I diritti particolari del socio nelle s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, III, Torino, 2007, 405; A. BLANDINI, *Categorie di quote, categorie di soci*, Milano, 2009, 69; G.P. LA SALA, *sub art. 2479. I principi comuni all'assemblea e agli altri metodi decisionali. Le materie riservate.*, in *S.r.l. Commentario* dedicato a Giuseppe B. Portale, a cura di A. Dolmetta e G. Presti, Milano, 2011, 801, G. ZANARONE, *sub art. 2479*, in *Il codice civile. Commentario* fondato e diretto da P. Schlesinger e continuato da F.D. Busnelli, t. II, Milano, 2010, 1302. Si noti, però, che affermare la legittimità del voto non proporzionale, significa notevolmente ridimensionare il divieto di emettere quote senza voto; il socio, infatti, seppur formalmente titolare del potere di *voice* potrebbe vederlo ridotto ad una quota infinitesimale della propria partecipazione. Non stupisce perciò che, nel solco di tale linea interpretativa, dalla compatibilità dell'assenza del voto con società per azioni chiuse, tendenzialmente non dissimile da quella delle società a responsabilità limitata e dall'impossibilità di rinvenire una ragione tipologica per differenziare sul punto s.p.a. e s.r.l., sia stata sostenuta la legittimità di quote senza diritto di voto; si v., in tal senso, L. A. BIANCHI – A. FELLER, *sub art. 2468, cit.*, 324; M. SPERANZIN, *Partecipazioni senza diritto di voto nella s.r.l.*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali*. Studi in onore di Giovanni E. Colombo, Torino, 2011, 217 ss., e, nell'ordinamento spagnolo, A. J. VIERA GONZALES, *Las Sociedades de Capital Cerradas. Un problema de relaciones entre los tipos SA y SRL*, Madrid, 2002, 380 ss. dove tale possibilità è riconosciuta in via generalizzata alle società capitalistiche dall'art. 98 della *Ley Sociedades de Capital*, secondo il quale «*[l]as sociedades de responsabilidad limitada podrán crear participaciones sociales sin derecho de voto por un importe nominal no superior a la mitad del capital social y las sociedades anónimas podrán emitir acciones sin derecho de voto por un importe nominal no superior a la mitad del capital social desembolsado*».

<sup>3</sup> Che la supportazione delle perdite non possa essere efficacemente descritta con le categorie giuridiche del diritto civile attinenti alle posizione negative, e dunque in termini di «obbligo» o «soggezione» risulta di tutta evidenza: al socio, infatti, non è richiesto alcun dovere di comportamento, qual è l'obbligo, e nemmeno un dovere di rispetto di altrui facoltà, qual è la soggezione. L'espressione del testo è dunque usata solamente al fine di rimarcare la contrapposizione con i *diritti* patrimoniali. Per l'approfondimento delle categorie relative al rapporto giuridico si rimanda, per tutti, a F. SANTORO-PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 1944, 69 ss.. Sull'irriducibilità delle situazione giuridiche afferenti lo *status socii* alle categorie del diritto soggettivo e dell'obbligo, è quasi superfluo ricordare M. BERTINI, *Contributo alle situazioni giuridiche degli azionisti*, Milano, 1951, 71 ss. e, naturalmente, P. FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1976, 240 ss..

*complesso*»<sup>4</sup>, poiché caratterizzati da una commistione del profilo amministrativo e patrimoniale; il riferimento è, in primo luogo e come intuibile, al *diritto di opzione* che, se da un lato consente di mantenere inalterato il valore reale della partecipazione in presenza di riserve accantonate (*profilo patrimoniale*), dall'altro permette di mantenere immutato il «peso» percentuale del voto di ciascun socio nel procedimento di formazione della volontà sociale (*profilo amministrativo*).

Anche il *diritto di recesso* presenta tale ambivalenza: infatti, se per un verso consente di monetizzare la partecipazione in proporzione al valore *effettivo* del patrimonio sociale (*profilo patrimoniale*), per l'altro verso permette di reagire, abbandonando l'impresa collettiva, a fronte di decisioni non condivise adottate della maggioranza o di fatti giuridici che mutano le condizioni o i profili di rischio dell'investimento iniziale (*profilo amministrativo*).

I profili patrimoniali, specificatamente concernenti il valore della partecipazione, in realtà, caratterizzano anche *altre* situazioni soggettive attive o passive concernenti il disinvestimento, inteso come momento di dismissione (volontaria o forzata) della partecipazione e sua liquidazione, come emerge dalle discipline del *riscatto* e dell'*esclusione* che, appunto, richiamano – la prima *solamente* nei limiti della compatibilità – quella del recesso, nonché dai recenti arresti giurisprudenziali in tema di *covendita* della partecipazione.

Evidentemente, l'ampio concetto di disinvestimento volontario racchiude in sé diverse fattispecie, accomunate solamente dalla sussistenza di una manifestazione di volontà del soggetto che dismette la propria partecipazione. Come si preciserà nel prosieguo, non ci si soffermerà sull'ipotesi di alienazione della partecipazione, operazione frutto dell'incontro di domanda e offerta e dunque rimessa a valutazioni eminentemente soggettive delle parti coinvolte; si analizzeranno, al contrario, le ipotesi di disinvestimento in cui la cessazione del rapporto sociale dipende dall'esercizio di una *prerogativa giuridica*, legale o convenzionale. La partecipazione sociale, con specifico riferimento al momento del disinvestimento, non sarà quindi considerata quale mero *oggetto di scambio* bensì quale *strumento di finanziamento e investimento* suscettibile di trasferimento nell'esercizio di una prerogativa sociale. L'assunzione di una partecipazione in una società capitalistica, sia a base azionaria che *personalistica*, rappresenta infatti una specifica modalità di utilizzazione della ricchezza al fine di trarne profitto e pertanto realizza per il socio un'operazione di investimento, cioè un'operazione di spesa al fine di realizzare uno sperato e futuro ritorno economico.

Da un'analisi delle multiformi situazioni soggettive patrimoniali e delle rispettive discipline positive, come si avrà modo di verificare a breve,

---

<sup>4</sup> L'espressione è coniata, nell'ambito della società per azioni, ma riproponibile anche nel contesto delle altre società capitalistiche, da G.F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale*, vol. 2, *Diritto delle società*, 6ª ed., Torino, 2006, 208.

emerge con chiarezza un principio generale che sembra tutte accumunarle: il *principio di proporzionalità*, definibile come *relazione tra due grandezze* o, mutuando un'espressione matematica, come *eguaglianza tra due rapporti di grandezze*. Si noti, peraltro, che le grandezze prese in riferimento per determinare il rapporto di proporzionalità non sono sempre omogenee, variando a seconda del diritto patrimoniale considerato; tuttavia, ciò non toglie evidentemente che detto rapporto sia pur sempre sussistente, e che la partecipazione sociale assuma, in questo contesto, il significato di misuratore del diritto (al dividendo, alla quota di liquidazione, di opzione, al valore effettivo della partecipazione in caso di recesso *etc.*), strumento funzionale alla divisione proporzionale di un ammontare complessivo di valore che consente di individuare la parte del tutto riferibile al singolo.

E così, passando fuggacemente in rassegna il dato letterale presente nel codice civile, si osserva che in ambito di s.p.a. l'art. 2350 stabilisce che «ogni azione attribuisce il diritto a una parte *proporzionale* degli utili netti e del patrimonio netto risultante dalla liquidazione», e similmente in ambito di s.r.l. l'art. 2468, comma secondo, non differenziando tra diritti amministrativi e patrimoniali, dispone che «[...] i diritti sociali spettano ai soci in *misura proporzionale* alla partecipazione da ciascuno posseduta». Per quanto concerne il diritto di opzione, in ambito di s.p.a. l'art. 2441, comma primo, stabilisce che «le azioni di nuova emissione [...] devono essere offerte ai soci in *proporzione* al numero delle azioni possedute, e analogamente in ambito di s.r.l. l'art. 2481-*bis* stabilisce che «in caso di decisione di aumento di capitale mediante nuovi conferimenti spetta ai soci il diritto di sottoscriverlo in *proporzione* alle partecipazioni da essi possedute».

Discorso analogo può farsi in tema di diritto di recesso, ove seppur solo in ambito di s.r.l. si riscontri un riferimento testuale al principio di proporzionalità – l'art. 2473, comma terzo, chiarisce, infatti, che «i soci che recedono dalla società hanno diritto a ottenere il rimborso della propria partecipazione in *proporzione* del patrimonio sociale» – anche nella società a base azionaria non si dubita della sussistenza di un rapporto proporzionale tra valore effettivo della società e misura della liquidazione riconosciuta alle partecipazioni recedute<sup>5</sup>, almeno là dove la causa di recesso sia inderogabile<sup>6</sup>.

---

<sup>5</sup> Si v., *ex multis*, M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Riv. soc.*, 2005, 309 ss., ID. *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Milano, 2012, 68 ss. e 129, nonché V. DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, III, Torino, 2007, 234 ss., il quale afferma che il ragguaglio della liquidazione delle azioni del socio receduto al valore reale delle azioni stesse risulta «semplicemente, ma con sicurezza, dal fatto che la norma [art. 2437-ter c.c.] sceglie precisamente quei criteri che, nella prassi, vengono da tempo e normalmente utilizzati proprio per identificare il valore reale di aziende e di azioni».

<sup>6</sup> Come noto, dopo aver stabilito i criteri legali di valutazione delle azioni, quotate e non quotate, del socio recedente, l'art. 2437-ter c.c. prevede la possibilità che lo statuto stabilisca «criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione, indicando gli ele-



Tale principio generale di proporzionalità, più volte ribadito nella disciplina degli aspetti patrimoniali dei diritti sociali, ammette talvolta deroghe espresse, facendo salva la creazione di «*categorie di azioni*» o di «*diritti particolari*», strumenti che in coerenza con i tratti caratterizzanti del «tipo» sociale di appartenenza consentono di modulare il contenuto della partecipazione sociale sulle concrete esigenze dei partecipanti all'intrapresa. Peraltro, il *dogma* che le categorie azionarie e i diritti particolari siano gli unici strumenti idonei, rispettivamente in ambito di s.p.a. e s.r.l., a determinare una differenziazione delle situazioni soggettive patrimoniali relative alla partecipazione e quindi a consentire una deviazione dal principio generale di proporzionalità, deve essere sottoposto a un'analisi critica; sempre più numerosi, infatti, sono gli indici normativi – introdotti sia dalla riforma<sup>7</sup> che da successivi interventi legislativi volti a dare rilevanza alla fidelizzazione del socio<sup>8</sup> ovvero a dare impulso alla crescita e alla competitività delle imprese italiane<sup>9</sup> – che paiono ammettere, da un lato, la personalizzazione della posizione dell'azionista e, dall'altro, l'oggettivizzazione della posizione del socio di s.r.l..

---

menti dell'attivo e del passivo del bilancio che possono essere rettificati rispetto ai valori risultanti dal bilancio, unitamente ai criteri di rettifica, nonché altri elementi suscettibili di valutazione patrimoniale da tenere in considerazione». Secondo la dottrina maggioritaria, la non vincolatività dei criteri legali di valutazione delle azioni recedute sussisterebbe solo in relazione alle cause derogabili di recesso, qualora queste non siano state escluse dallo statuto, e delle cause statutarie; mentre la derogabilità dei predetti criteri potrebbe essere solo parziale, e precisamente “*in melius*” relativamente alle cause inderogabili di recesso. Tale orientamento troverebbe il proprio rationale nell'ultimo comma dell'art. 2437 c.c. che sanziona con la nullità ogni patto volto ad escludere o rendere più gravoso l'esercizio del diritto di recesso nelle ipotesi inderogabili di recesso. Si esprimono in questi termini, M. STELLA RICHTER, *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 400; G. DE NOVA, *Il diritto di recesso del socio di società per azioni come opzione di vendita*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 335; V. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 314. In merito, si v. tuttavia i rilievi critici mossi alla tesi susposta da M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione...*, *cit.*, 416 ss.; ID. *Recesso e valore...*, *cit.*, 129 ss., il quale dubitando che possano essere individuati (i) una gerarchia tra gli artt. 2437, ult. comma, e 2437-ter, quarto comma, c.c. e (ii) un criterio non arbitrario per distinguere tra regole di valutazione delle azioni “peggiorative” e “migliorative”, conclude che l'obiettivo della disciplina dei criteri statutarie di valutazione introducibili in deroga a quelli legali sia quello della determinazione del *fair value* delle azioni. Nello stesso senso V. DI CATALDO, *Il recesso...*, *cit.*, 237. Il tema sarà approfondito al capitolo III, par. 2.

<sup>7</sup> Il tema sarà approfondito nel capitolo I, ove si evidenzieranno le norme che paiono dare rilevanza alla persona dell'azionista.

<sup>8</sup> Il riferimento è agli artt. 127-*quater* e 127-*quinques* del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria) che ammettono rispettivamente la possibilità – senza la creazione di una categoria speciale di azioni – di prevedere l'attribuzione del diritto ad una maggiorazione del dividendo o del voto per ciascuna azione detenuta dal medesimo azionista per un periodo continuativo indicato nella statuto.

<sup>9</sup> Si allude al D.L. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, dalla L. 17 dicembre 2012 n. 221 che detta, tra l'altro, misure per la nascita e lo sviluppo di imprese *start-up* innovative e, in particolare, all'art. 26, comma secondo, dispone «[l]atto costitutivo della *start-up* innovativa costituita in forma di società a responsabilità limitata può creare categorie di quote fornite di diritti diversi e, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle varie categorie anche in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, commi secondo e terzo, del codice civile».

Obiettivo del presente lavoro è dunque, *in primis*, verificare con quali strumenti giuridici – diversi da quelli *tipici* individuati dal legislatore – sia possibile derogare al generale principio di proporzionalità, nonché, *in secundis* ed in termini più generali, vagliare la sussistenza di limiti sistematici nella conformazione dei diritti sociali patrimoniali o dei diritti sociali connotati *anche* da profili patrimoniali.

Ci si concentrerà sull'ambito dell'*atipico*, volutamente non considerando *ex professo* ipotesi positivamente previste in cui la *manomissione* del criterio di proporzionalità è opera dello stesso legislatore; si pensi, a titolo esemplificativo, alle azioni correlate, ove la remunerazione è parametrata alle *performance* di un determinato settore dell'impresa e, come tale, è svincolata da un rapporto di proporzionalità esclusiva con la misura della partecipazione al capitale. Al contrario, ci si focalizzerà sulle possibilità concesse all'autonomia statutaria, peraltro cercando di prediligere ipotesi non ancora compiutamente vagliate dalla dottrina che con maggior interesse ha analizzato le atipiche situazioni soggettive patrimoniali che possono caratterizzare la partecipazione nelle società di capitali.

L'analisi sarà dunque svolta con prevalente riguardo al *tipo* società a responsabilità limitata ed al *modello* società per azioni «*chiusa*», schemi organizzativi dell'attività di impresa ove l'autonomia statutaria consente con maggior flessibilità di plasmare le regole sulle concrete esigenze dei soci. Il modello società per azioni «*aperta*» sarà tangenzialmente considerato nel presente lavoro; come da tempo avvertito dagli studiosi, la società per azioni che non solo aspira bensì si apre concretamente al mercato del capitale di rischio, e come tale diviene strumento per la mobilitazione del risparmio, patisce, infatti, una contrazione dell'autonomia a fronte dell'emersione di una disciplina vincolistica finalizzata alla tutela della più ampia schiera di *stakeholders* che con essa interagiscono; in una sintetica formula: al crescere della propensione al mercato della società decresce l'autonomia privata. Indubbiamente, che l'organizzazione societaria abbia necessaria e diretta rilevanza nei confronti dei terzi è un fatto non revocabile in dubbio, e ciò a prescindere dal tipo o modello considerato, tuttavia, è d'altra parte evidente che, quando l'impresa organizzata in forma collettiva non fa ricorso al mercato, regredisce la presenza di vincolante disciplina imperativa a favore dell'emersione di più ampi spazi rimessi all'autonomia, o se si preferisce, alla libertà nell'organizzazione dell'esercizio dell'attività economica<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup> Del resto anche la legge delega alla riforma del diritto societario (L. 3 ottobre 2001, n. 366) all'art. 2, n. 1, lett. e) ed f) ha imposto che la società per azioni fosse disciplinata secondo «un modello di base unitario», che si specificasse con regole «caratterizzate da un maggior grado di imperatività in considerazione del ricorso al mercato del capitale di rischio». In tema, a sostegno di detta linea evolutiva, nel dibattito pre riforma su autonomia ed imperatività, si v. P. MARCHETTI, *L'autonomia statutaria nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2000, 565 ss., al quale si deve la formula matematica di proporzionalità inversa delineata nel testo e, dopo la riforma, fra molti, R. SACCHI, *Autonomia statutaria, competizione fra ordinamenti e giurisprudenza comunitaria*, in *Le grandi opzioni della riforma e del processo societario* a cura di G. Cian, Padova, 2004, 161. Peraltro, secondo diversi autori,

L'analisi non affronterà il tema dell'assegnazione non proporzionale, o asimmetrica, di partecipazioni sociali, ove la deroga al principio di proporzionalità opera "a monte", determinando una scissione tra l'entità del conferimento effettuato da ciascun socio e la misura della partecipazione ad esso attribuita ma non, di per sé, tra questa e la "misura" dei diritti alla partecipazione stessa connessi; declinazione del principio di proporzionalità, quella da ultimo accennata, alla quale è appunto dedicato il presente lavoro.

Pur rappresentando un'importante novità della riforma, la possibilità di assegnazione delle azioni in misura non proporzionale ai conferimenti non appare rivoluzionaria; i risultati che la previsione persegue, infatti, erano già efficacemente raggiungibili nel contesto *ante* riforma, mediante la stipulazione di atti dispositivi tra soci, prodromici a quello costitutivo o all'operazione di aumento del capitale sociale, finalizzati a fornire la provvista necessaria a liberazione del conferimento.

Su questo fronte, l'impatto significativo della riforma non è stato tanto quello di riconoscere l'ammissibilità di un fenomeno prima considerato *alieno* dal diritto societario, bensì piuttosto quello di consentire che operazioni di attribuzione asimmetrica si realizzino con modalità di diretta rilevanza sociale<sup>11</sup>.

Diverse sono le motivazioni che spingono all'analisi della conformazione dei diritti patrimoniali nelle società capitalistiche e, nello specifico, all'indagine sull'esistenza di limiti sistematici alla deviazione dal principio di proporzionalità.

*In primo luogo*, si è assistito all'evoluzione dell'inquadramento del fenomeno associativo in forma societaria che, se per alcuni aspetti, continua a essere interpretato come *organizzazione dell'attività di impresa*<sup>12</sup>, intesa

---

la limitazione dell'autonomia statutaria per le società aperte risponderebbe, oltre alla finalità predetta, a quella che «l'investimento azionario presenti comunque un minimo di caratteristiche comuni non modificabili dai singoli emittenti», così G. FERRI JR, *Autonomia statutaria e mercato a confronto*, in *Riv. dir. comm.*, 1999, I, 921 ss.; conforme C. ANGELICI, *La Riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, 2ª, Padova, 2006, 12.

<sup>11</sup> In questi termini si esprimono, da ultimi, M. LIBERTINI, A. MIRONE e P. SANFILIPPO, *sub art. 2346*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, II, Padova, 2010, 211. La migrazione dal piano parasociale a quello sociale dell'attribuzione non proporzionale di azioni, fa emergere però una serie di problematiche delicate, quali l'indicazione della causa dello spostamento patrimoniale, solo da alcuni autori ritenuta necessaria, e, soprattutto, l'ammissibilità delle figure del «socio non conferente» e del «conferente non socio»; su tali tematiche si v. tra molti, con varietà di impostazioni, oltre agli autori precedentemente citati, G.A. RESCIO, *Distribuzione di azioni non proporzionale ai conferimenti effettuati dai soci di s.p.a.*, in *Il nuovo diritto societario*, a cura di P. Benazzo - S. Patriarca - G. Presti, Bologna, 2003, 117 ss.; P. FERRO LUZZI, *La «diversa assegnazione delle azioni» (art. 2346, comma 4º, c.c.)*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Torino, 2006, 583 ss.; G. LO IACONO - G. MARCOZ, *Assegnazione non proporzionale e sottoscrizioni di azioni di s.p.a.*, in *Riv. not.*, 2008, 307 ss..

<sup>12</sup> L'aver enfatizzato il concetto di attività, arrivando a concepire il fenomeno associativo come una forma particolare, organizzata, di attività e a ravvisare il valore centrale e assorbente dell'atto originario dell'associazione nella funzione costitutiva

come collegamento, «*medio normativo*»<sup>13</sup>, tra attività collettiva e imputazione del risultato, per altri aspetti, genericamente quelli finanziari, è sempre con maggior insistenza decifrato come *organizzazione del finanziamento dell'impresa*<sup>14</sup>. L'attività d'impresa in forma societaria viene quindi in luce come fenomeno essenzialmente volto alla raccolta di mezzi da impiegarsi in imprese economiche; da un punto di vista prettamente empirico, infatti, ogni società può essere sinteticamente descritta come ente che riceve quale *input* denaro – presupposto non inficiato dalla conferibilità di beni in natura, crediti, prestazioni d'opera o servizi poiché detti *assets* rilevano esclusivamente, nelle relative discipline, in quanto traducibili in valori monetari immediatamente *liberabili* – utilizza tale denaro per dare attuazione al proprio oggetto sociale e fornisce quale *output* denaro, a cadenze periodiche, in un momento coincidente con la cessazione dell'attività, ovvero nel momento del disinvestimento volontario o coattivo dei soci.

Il presente lavoro non si concentrerà sulla fase iniziale di detto processo, il momento di provvista del capitale (di rischio o di credito), e dunque sinteticamente sulla struttura finanziaria della società, bensì sarà volto all'analisi del momento intermedio o finale della remunerazione dell'investimento. In altre parole, la creazione di ricchezza dell'impresa non sarà analizzata in una prospettiva metaindividuale, e cioè dal punto di vista dell'ente in sé e per sé considerato, bensì dal punto di vista prettamente soggettivo di coloro ai quali tale ricchezza è necessariamente riservata, cioè i soci, principali, o almeno indefettibili, investitori nella società<sup>15</sup>, al fine di verificare la sussistenza di limiti inderogabili per tali soggetti nella configurazione delle rispettive posizioni patrimoniali.

Gli orientamenti teorici che ricostruiscono il fenomeno societario come organizzazione del finanziamento, da un lato, e come strumento individuale d'investimento, dall'altro, non paiono, peraltro, in contrasto insuperabile. La sensazione è che tali ricostruzioni spieghino da differenti angoli visuali la medesima vocazione della società alla raccolta di capitale al fine di produrne di nuovo: il primo orientamento muove dall'osservazione della

---

dell'organizzazione di tale attività si deve, come noto, a P. FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1971, *passim*.

<sup>13</sup> P. SPADA, *La rivoluzione copernicana (quasi una recensione tardiva ai Contratti Associativi di Paolo Ferro-Luzzi)*, in *Riv. dir. civ.*, 2008, II, 145.

<sup>14</sup> L'espressione si deve a P. FERRO LUZZI, *Riflessioni sulla riforma, I: la società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 673 ss. ma la letteratura che, nel contesto della riforma, aderisce ad una concezione prevalentemente finanziaria dell'impresa, nella specifica ottica della società, in termini di reperimento di capitale di rischio e di credito, è praticamente sconfinata, si vedano, *ex multis*, A. GAMBINO, *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia statutaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 641 ss.; U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, 1082 ss.; C. ANGELICI, *La Riforma delle società di capitali...*, *cit.*, 62; G. FERRI JR, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 805 ss..

<sup>15</sup> Una brillante ricostruzione del fenomeno societario come investimento individuale del socio si deve a G. FERRI JR, *Investimento e conferimento*, Milano, 2001, *passim*.

società come veicolo per la produzione di ricchezza; il secondo, invece, muove dall'osservazione dei suoi attori principali, cui la ricchezza creata è naturalmente destinata.

*In secondo luogo*, affrontando la tematica dei diritti sociali patrimoniali, l'interprete non può esimersi dall'analisi del divieto del patto leonino: da alcuni ritenuto un archibugio giuridico sostanzialmente superfluo, in quanto riproduzione di principi giuridici già *aliunde* desumibili dal sistema, e in particolare, nella parte in cui vieta l'esclusione dalla partecipazione agli utili, dalla *causa societatis* stessa e, nella parte in cui vieta l'esclusione dalla partecipazione alle perdite, dal divieto di restituzione del conferimento prima del pagamento integrale dei creditori sociali<sup>16</sup>; da altri ritenuto, invece, una «norma-chiave nell'architettura tipologica del contratto sociale, [...] una disposizione di ordine pubblico economico diretta a tutelare il buon funzionamento delle società come enti economici collettivi e a garantire una regolare ed equilibrata formazione della loro volontà»<sup>17</sup>.

Tali visioni ontologicamente inconciliabili spingono al riesame della portata precettiva del divieto.

In tale processo, come si avrà modo di evidenziare, emerge la sensazione della difficoltà di analizzare la compatibilità con il divieto del patto leonino di clausole statutarie che modulano la partecipazione ai risultati positivi o negativi, prescindendo totalmente dalle caratteristiche temporali dell'operazione d'investimento. Pare, infatti, che il “*fattore tempo*”, e principalmente la prospettata durata dell'intrapresa societaria<sup>18</sup>, giochino un ruolo chiave nella valutazione di compatibilità di dette clausole sociali con il divieto<sup>19</sup>, almeno qualora allo stesso si riconosca (ancora) il valore di norma programmatica.

Inoltre, nel diritto societario moderno, a ragione della molteplicità di situazioni patrimoniali che caratterizzano la partecipazione, pare emergere in alcuni casi la difficoltà di analizzarne la compatibilità con il patto leonino in un contesto atomistico, cioè considerando singolarmente i diritti patrimoniali caratterizzanti la partecipazione, bensì, al contrario, la necessità di analizzarle unitariamente, ossia considerando globalmente i diritti patrimoniali che connotano la partecipazione medesima.

---

<sup>16</sup> È questa la conclusione alla quale perviene E. BARCELLONA, *Clausole di put & call a prezzo predefinito. Fra divieto di patto leonino e principio di corrispettività*, Milano, 2004, 56 ss..

<sup>17</sup> Così N. ABRIANI, *Il divieto del patto leonino*, Milano, 1994, 44 ss..

<sup>18</sup> Si veda in proposito, M. STELLA RICHTER JR, *Il tempo nei contratti sociali e parasociali*, in *La rilevanza del tempo nel diritto commerciale*, a cura di U. Morera, G. Olivieri, M. Stella Richter jr, Milano, 2000, 134 ss e in *Riv. dir. civ.*, 2000, I, p. 663 ss, nonché, più recentemente ID., *La condizione e il termine nell'atto costitutivo delle società di capitali e nelle deliberazioni modificative*, in *Studi e materiali del Consiglio nazionale del notariato*, 2009, 1053 ss.

<sup>19</sup> È questa la chiave di lettura per la prima volta proposta da P. SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008, 90 ss.; ID., *sub art. 2350*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 263 ss.

*In terzo luogo*, si assiste, come del resto già emerso poc'anzi, alla crescente rilevanza sociale del momento del *disinvestimento individuale* o, con un'espressione particolarmente riecheggiante, dell'*exit*.

A testimonianza di detta linea evolutiva possono citarsi numerose circostanze: si pensi alla moltiplicazione delle cause legali di recesso, all'ammissibilità di quelle convenzionali per le s.r.l. e le s.p.a. «chiuse», al riconoscimento della legittimità del diritto potestativo di riscatto, alla prevedibilità di specifiche ipotesi di esclusione, nonché, in termini generalissimi, alla proliferazione di clausole statutarie atipiche, in vario modo finalizzate a regolamentare la dismissione della partecipazione sociale, tra le quali, principalmente, quelle di *drag* e *tag along* e redimibilità.

Tutte le ipotesi predette, determinando l'uscita del socio dalla compagine sociale – non importa, per ora, se consensuale o coattiva – pongono evidentemente un delicato problema di valorizzazione della partecipazione. Problema parzialmente risolto dalla riforma mediante l'emancipazione del valore della partecipazione receduta dal valore contabile del patrimonio netto – criterio ispirato a una generale istanza di prudenza volta a scongiurare un'eventuale *distress* finanziario della società, potenzialmente idoneo a offendere le ragioni dei creditori e a determinarne lo scioglimento – e l'ancoraggio al valore effettivo, reale, *fair*, della partecipazione, ma che ancora solleva diverse criticità interpretative, specialmente in quelle ipotesi di *exit* in cui difetta totalmente una disciplina positiva.

Infine, procedendo all'esame delle ragioni propriamente economiche dello studio, è da tempo avvertito che il panorama imprenditoriale italiano è caratterizzato da un'elevata presenza di piccole medie imprese (perlopiù a conduzione familiare), a ridotto contenuto tecnologico, che stentano a reperire nuovi capitali di credito e di rischio e che dunque manifestano difficoltà di crescita; difficoltà acute, nel contesto globalizzato, dalla forte competitività degli operatori dei paesi emergenti e da una fiscalità estera spesso meno asfissiante di quella nazionale.

In tale contesto economico, non raramente si è affermato che i mercati del *private equity*, in generale, e del *venture capital*, in particolare, potrebbero giocare il ruolo di propulsori per la crescita e per l'innovazione delle imprese italiane; tali settori, infatti, sono da decenni una fondamentale realtà nell'economia statunitense, avendo contribuito a determinare uno straordinario sviluppo sia di settori ad alto contenuto tecnologico che di settori tradizionali<sup>20</sup>. Di tali concetti non esistono definizioni universalmente accettate, variando le stesse a seconda del contesto imprenditoriale conside-

---

<sup>20</sup> Nel contesto italiano *ante riforma* si v. B. SZEGO, *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un'analisi di adeguatezza dell'ordinamento italiano*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Banca d'Italia*, n. 55, 2002; e in quello *post riforma*, EAD., *Finanziare l'innovazione: il venture capital dopo la riforma del diritto societario*, in *Riv. dir. civ.*, 2005, I, 821 ss. nonché diffusamente A. ZANONI, *Venture capital e diritto azionario. Esperienza statunitense e prospettive in Italia*, Padova, 2010, *passim*.

rato e delle caratteristiche specifiche del paese di riferimento<sup>21</sup>. Tuttavia, con il termine *private equity* si è soliti fare riferimento all'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio di società non quotate, mentre con il termine *venture capital* si intende solitamente la specifica attività di investimento istituzionale di medio lungo termine nel capitale di rischio di imprese nelle fasi iniziali del loro sviluppo (*early stage financing*) ovvero già sviluppate e mature che necessitano di nuovi apporti per consolidare la propria crescita (*expansion financing*).

Specialmente in questi contesti, assistendosi alla compresenza nella compagine sociale di soci investitori, interessati alla valorizzazione della partecipazione al fine della sua futura dismissione, e soci imprenditori, depositari dell'idea oggetto dell'attività imprenditoriale e interessati alla sopravvivenza prima, e allo sviluppo poi, dell'impresa, sorgono molteplici problemi di natura endosocietaria, definiti con l'armamentario dell'analisi economica del diritto in termini di costi di agenzia e asimmetrie informative; problemi questi che la conformazione delle rispettive prerogative patrimoniali, e quindi uno sviluppo ulteriore della base contrattualistica della società, potrebbe aiutare a ridurre.

Sinteticamente, si avverte l'esigenza di delineare partecipazioni sociali "*tailor made*", idonee a differenziare, ma nel contempo, a riallineare i diversi interessi di soci imprenditori e soci finanziatori, coinvolti, per l'appunto con diversi moventi, nell'intrapresa societaria.

Il primo capitolo sarà quindi volto all'analisi degli strumenti giuridici che permettono di attuare una manomissione in senso non proporzionale dei diritti patrimoniali; ci si concentrerà dunque sul "*mezzo*".

I successivi capitoli saranno, invece, finalizzati all'individuazione di limiti sistematici nella deviazione in senso non proporzionale del "*contenuto*" del diritto.

Precisamente, il secondo capitolo verterà sull'applicazione del divieto del patto leonino alle società capitalistiche, cercando di individuare la sua concreta portata precettiva, alla luce delle inconciliabili ricostruzioni dottrinali accennate e della recente riviviscenza giurisprudenziale del divieto.

Nel terzo capitolo si indagherà la sussistenza del principio di equa valorizzazione della partecipazione in caso di dismissione della stessa nell'esercizio di prerogative legali o convenzionali.

Infine, il quarto capitolo, sarà dedicato all'indagine sull'ammissibilità della diversificazione statutaria dei diritti di opzione e di sottoscrizione.

---

<sup>21</sup> L'AIFI (Associazione nazionale degli investitori istituzionali nel capitale di rischio) ha definito l'attività di *private equity* come "attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto di investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio lungo termine", così includendo il concetto di *venture capital* nei termini chiariti nel testo.





# CAPITOLO I

## PRINCIPIO DI PROPORZIONALITÀ E LIMITI TIPOLOGICI

**SOMMARIO:** SEZIONE I - IL TIPO SOCIETARIO 1. Il «tipo normativo», la fattispecie - 2. Il «tipo empirico», il modello socio-economico. - 3. Il tipo come limite all'autonomia statutaria. SEZIONE II – GLI STRUMENTI PER L'ATTRIBUZIONE NON PROPORZIONALE DI DIRITTI SOCIALI NELLE S.P.A. 1. Le azioni e le categorie di azioni. - 2. Tra la ridefinizione del principio di uguaglianza delle azioni e i «diritti particolari dell'azionista». - 3. Azioni a voto condizionato, contingentato e scaglionato. - 4. Le clausole di maggiorazione del dividendo. - 5. Altre clausole che subordinano prerogative patrimoniali al verificarsi di condizioni oggettive, predeterminate e potenzialmente riferibili ad ogni azionista. - 6. Profili di disciplina. - 7. I «diritti particolari dell'azionista» nella società per azioni chiusa. SEZIONE III – GLI STRUMENTI PER L'ATTRIBUZIONE NON PROPORZIONALE DI DIRITTI SOCIALI NELLE S.R.L. - 1. Le quote di partecipazione e il principio «un socio, una quota». - 2. I diritti particolari del socio di s.r.l. Contenuto e disciplina. - 3. Il profilo soggettivo e il profilo circolatorio dei diritti particolari. Verso l'oggettivizzazione della partecipazione nella società a responsabilità limitata.

### SEZIONE I

#### IL TIPO SOCIETARIO

##### **1. Il «tipo normativo», la fattispecie.**

Addentrando nell'analisi degli strumenti giuridici utilizzabili per la deviazione in senso non proporzionale dei diritti patrimoniali, non ci si può esimere dall'affrontare – funzionalmente all'obiettivo dell'indagine – il ruolo del «tipo» societario, senza la pretesa di compendiare esaustivamente un dibattito che ha entusiasmato la dottrina italiana, e non solo, per oltre mezzo secolo e la cui eco si riverbera tutt'oggi. L'«incostanza semantica del vocabolo»<sup>1</sup> o, in altre parole, la sua polisemia, è da tempo avvertita dagli studiosi e, proprio a ragione di tali cangianti significati, tuttora invalsi nella letteratura giuscommerciale, è necessario chiarire quale accezione sarà prediletta nel presente capitolo.

In ambito di società per azioni l'originaria formulazione dell'art. 2325 c.c. – rubricato «nozione» – sanciva l'esclusiva responsabilità dell'ente per

---

<sup>1</sup> P. SPADA, *Tipologia delle società e società per azioni quotate*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, II, 220.

le obbligazioni sociali e prevedeva la rappresentazione in azioni delle quote di partecipazioni dei soci; al contrario, in ambito di società a responsabilità limitata, l'art. 2472 c.c. – sotto la medesima rubrica – dopo aver replicato il disposto dell'art. 2325 in tema di responsabilità, escludeva che le quote di partecipazione potessero essere rappresentate da azioni.

Dette caratteristiche erano comunemente identificate quali rispettivi elementi di qualificazione del tipo (*rectius*, fattispecie<sup>2</sup>) società per azioni e del tipo società a responsabilità limitata, idonee a distinguerle dagli altri tipi previsti dal legislatore e dunque, in definitiva, a circoscriverne l'essenza nonché, secondo un orientamento piuttosto diffuso nel previgente ordinamento, ad identificare il «voluto» dei soci al fine dell'iscrizione sotto il *nomen iuris* del tipo prescelto<sup>3</sup>: in altre parole, sarebbe stato corretto ritenere di essere in presenza di una società per azioni o una società a responsabilità limitata, con conseguente applicazione della relativa disciplina, qualora i soci avessero dimostrato di aver voluto, in sede costitutiva, gli elementi identificativi previsti rispettivamente dai previgenti artt. 2325 e 2472<sup>4</sup>.

Senonché tale lettura era oggetto di serrata critica sulla base dell'argomento logico per cui profili della disciplina – la cartolarizzazione o no della partecipazione (o meglio la mera *possibilità* della cartolarizzazione a ragione dell'articolo 5 del R.D. 239/1942) e, in particolare, la responsabilità per le obbligazioni sociali – non potessero giovare all'individuazione della fattispecie, rappresentando un *posterius* rispetto a quest'ultimo momento identificativo<sup>5</sup>.

---

<sup>2</sup> Il tipo «[...] indica le condizioni necessari e sufficienti per applicare una data regola o un dato comparto omogeneo di regole, e dunque, secondo questo uso (che è quello tradizionale tra i giuristi), è sinonimo di fattispecie», così P. SPADA, *Autorità e libertà nel diritto delle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1996, I, 706.

<sup>3</sup> F. GALGANO, *Le società per azioni. Principi generali*, in *Il codice civile. Commentario* diretto da P. Schlesinger, 1996, 51; F. DI SABATO, *Manuale delle società*, Torino, 1995, 227.

<sup>4</sup> Ripercorrendo la «crisi della nozione», in questi termini si esprime P. ABBADESSA, *sub art. 2325*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, I, Napoli, 2004, 1.

<sup>5</sup> Il riferimento è nuovamente a P. SPADA, *La tipicità delle società*, Padova, 1974, *passim*; ID, *Dalla nozione al tipo società per azioni*, *Riv. dir. civ.*, 1985, I, 95 ss. (ora ripubblicato con M. SCIUTO, sotto il titolo *Il tipo società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e da G. B. Portale, 1\*, Torino, 2004, 4, nt. 2), che sviluppa lo spunto di T. ASCARELLI, *Personalità giuridica e problemi della società*, in *Problemi giuridici*, vol. I, Milano, 1959, 313, secondo il quale non sarebbe possibile desumere la fattispecie dalla disciplina a meno di non cadere in un pericoloso circolo vizioso. Tale ricostruzione, peraltro, prestava il fianco alla critica che elementi della disciplina possono contribuire a delineare elementi della fattispecie negoziale in quanto voluti dalle parti al momento di conclusione del contratto, come accade, ai sensi dell'art. 2267 – proprio in tema di responsabilità per le obbligazioni sociali – nel contesto della società semplice; in questi termini G. ZANARONE, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, vol VIII, Padova, 1985, 118 ss e nt. 9. Sulla possibilità che alcuni effetti non giacciono necessariamente sul piano della disciplina ma possano giovare all'identificazione della fattispecie v. G.L. PELLIZZI, *Il nuovo concettualismo (replica ad una critica in tema di fattispecie del titolo di credito)*, in *Giur. comm.*, 1978, I, 851 ss. È necessario però chiarire che per P. Spada le società di persone

In quest'ottica, che il (solo) patrimonio dell'ente garantisca per l'adempimento delle obbligazioni sociali e che la partecipazione sociale possa o non possa essere rappresentata in titoli di credito, sarebbe *conseguenza e non causa della qualificazione* dell'ente medesimo come fattispecie «società per azioni» o «società a responsabilità limitata».

In particolare, si osservava poi che il «voluto» dei soci non potrebbe coincidere con il regime di responsabilità per le obbligazioni sociali, atteso che tale regime, in quanto *extranegoziale*, sarebbe sottratto alla disponibilità delle parti, e dunque si instaurerebbe anche senza, o addirittura contro, la volontà dei medesimi, ponendosi in rapporto di estraneità rispetto alla «dialettica tra tipicità ed autonomia»<sup>6</sup>. Così si faceva strada l'idea che gli elementi essenziali della fattispecie negoziale «società per azioni» o «società a responsabilità limitata» andassero ricercati altrove, prescindendo dalla «nozione» – che pur tuttavia individuava profili di disciplina di profonda rilevanza – bensì utilizzando l'intero materiale normativo a dette forme giuridiche dedicato.

Si obiettava, inoltre, che la volizione degli elementi di qualificazione del tipo non fosse necessaria per la realizzazione della fattispecie ma che questa conseguisse alla sola (*omologazione*, fino all'entrata in vigore della l. 24 novembre 2000 n. 340, ed) *iscrizione* nel registro delle imprese di un atto costitutivo sotto il *nomen iuris* di s.p.a. o s.r.l.<sup>7</sup>.

Di conseguenza, in contrasto con un indirizzo non isolato<sup>8</sup>, si rifiutava l'idea che la causa di nullità della «mancanza dell'atto costitutivo», (di cui all'articolo 2332, n. 1, precedente formulazione) potesse essere interpretata

---

non hanno connotati tipologici veri e propri, bensì consistono in meri «schemi di disciplina», e che, in tale contesto, l'art. 2267 c.c. rappresenterebbe una ipotesi in cui viene «eccezionalmente rimesso alla determinazione dei soci il concreto atteggiarsi del regime della responsabilità» (in *La tipicità...*, *cit.*, 62, 80 ss., 237, 427 ss.).

<sup>6</sup> Per l'esigenza di verificare, in ogni tipo di società, la sussistenza di un contenuto minimo ed essenziale che deve essere voluto, o quantomeno, non disvoluto dai soci affinché la società possa essere iscritta nel tipo prescelto, e sull'irriducibilità dello stesso al regime di responsabilità P. SPADA, *La tipicità...*, *cit.*, 29 ss. e ID, *Dalla nozione al tipo...*, *cit.*, 95, nt. 2.

<sup>7</sup> M. SCIUTO – P. SPADA, *Il tipo...*, *cit.*, 7 ss..

<sup>8</sup> Secondo alcuni autori la causa di nullità della «mancanza dell'atto costitutivo», da interpretarsi nel senso della necessaria volizione degli elementi individuati dalla «nozione», offriva appigli in ordine alla possibilità di far valere la simulazione di una società iscritta; in questi termini, si v. G. MARASÀ, *Le «società» senza scopo di lucro*, Milano, 1984, 567 ss.; G. COTTINO, voce *Società per azioni*, in *Noviss. Digesto it.*, XVII, Torino, 1970, 590; ID., *Diritto societario*, Padova, 2006, 237 ss.; e un noto precedente di legittimità: Cass., 1 dicembre 1987, n. 8939, in *Giur. It.*, 1988, I, 1578, secondo il quale la simulazione avrebbe dato luogo alla nullità della s.p.a. per «inesistenza del negozio». La questione è risolta negativamente dalla dottrina più recente (per tutti, G. PALMIERI, *La nullità della società per azioni* in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e da G. B. Portale, 1\*, Torino, 2004, 514 ss., ove ampi riferimenti bibliografici) e dalla giurisprudenza (Cass., 28 aprile 1997, n. 3666, in *Riv. dir. comm.*, 1997, II, 257)

nel senso di mancata volizione degli elementi essenziali del tipo o comunque di incompatibilità dell'ente costituito con detti elementi tipizzanti<sup>9</sup>.

Il dibattito sulla qualificazione tipologica delle società continuava però a destare grande interesse, specie valorizzando il collegamento tra qualificazione e conseguente certezza in ordine al regime applicabile all'attività giuridica della società come ente<sup>10</sup>. Dibattito probabilmente destinato, ancora una volta, a mantenersi vivace a seguito dell'introduzione della società a responsabilità limitata semplificata e dell'impresa *start up* innovativa costituita in forma di società a responsabilità limitata, figure che pongono, quantomeno *prima facie*, l'interrogativo se trattasi di nuovi tipi sociali ovvero semplicemente di articolazioni di disciplina speciale<sup>11</sup>. La risposta al quesito non è sterile questione dottrinale, bensì importa conseguenze significative, prime fra tutte in relazione alla *trasformazione* dell'ente (*i.e.* «cambiamento del tipo», *ex* articolo 2473 c.c.)<sup>12</sup>.

La fondatezza delle predette perplessità è parsa poi condivisa dal legislatore della riforma che, da un lato, ha abbandonato la «nozione» di s.p.a. e s.r.l., migrando la relative discipline *aliunde* e comunque sotto rubriche meno suggestive e, dall'altro, ha eliminato la causa di nullità predetta<sup>13</sup>, al fine di escludere un'ipotesi che, seppur di scarsa applicazione pratica, aveva creato «non trascurabili dubbi interpretativi di sistema»<sup>14</sup>. Ad esito dell'intervento riformatore, dunque, il tipo cessa di poter essere utilizzato

---

<sup>9</sup> *Ex multis*, P. SPADA, *Dalla nozione...*, *cit.*, 100; C. ANGELICI, *Società per azioni*, in *Enc. Dir.*, XLII, Milano, 1990, 979; G. PALMIERI, *La nullità...*, *cit.*, 524 ss..

<sup>10</sup> P. SPADA, *La tipologia delle società tra volontà e nomenclatura*, in *Scritti in onore di A. Falzea*, Milano, 1991, 911 ss.

<sup>11</sup> Si tende ad escludere che la società a responsabilità limitata semplificata costituisca un autonomo tipo societario; in tal senso si esprimono M. CIAN, *S.r.l., s.r.l. semplificata, s.r.l. a capitale ridotto. Una nuova geometria del sistema o un sistema disarticolato?*, in *Riv. soc.*, 2012, 1005, nt. 7; G. FERRI JR, *Prime osservazioni in tema di società a responsabilità limitata semplificata e società a responsabilità a capitale ridotto*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, II, 135 ss; G.A. RESCIO, *Le s.r.l. con capitale ridotto (semplificate e non semplificate)*, in *RDS*, 2013, I, 509.

<sup>12</sup> Si ritiene che il passaggio tra le varianti interne al tipo s.r.l. non costituisca causa di recesso del socio, non rappresentando, appunto un «cambiamento del tipo», così M. RESCIGNO, *La società a responsabilità limitata a capitale ridotto e semplificata*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2013, 70; G.A. RESCIO, *Le s.r.l....*, *cit.*, 508; *contra* P. REVIGLIONE, *La società a responsabilità limitata semplificata*, in *La nuova società a responsabilità limitata*, a cura di M. Bione, R. Guidotti e E. Pederzini, Padova, 2012, 645 ss; R. GUIDOTTI - E. PEDERZINI, *La società a responsabilità limitata a capitale ridotto*, in *La nuova società a responsabilità limitata*, a cura di M. Bione, R. Guidotti e E. Pederzini, Padova, 2012, 664. Analoga conclusione si rinviene per l'impresa *start-up* innovativa; infatti, considerando che le clausole tipologicamente aliene rispetto alla società a responsabilità limitata di diritto comune sono tutte facoltative e che la compatibilità delle stesse è condizionata e transitoria, M. MALTONI - P. SPADA, *L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *Riv. not.*, 2013, 1117 ss., escludono che la stessa debba pensarsi come un tipo di società ulteriore rispetto a quelli previsti dal diritto comune.

<sup>13</sup> Come noto, gli artt. 2325 e 2472 sono oggi rubricati «responsabilità», mentre l'art. 2332 - richiamato in ambito di s.r.l. dall'articolo 2463, terzo comma - non contempla più tra le cause di nullità della società la «mancanza dell'atto costitutivo».

<sup>14</sup> In questi termini v. la *Relazione* illustrativa al d.lgs. 17 gennaio 2003 n. 6, in *Riv. soc.*, 2003, 115.

per individuare il discrimine tra società valida e società nulla; la pubblicità commerciale (*i.e.* l'iscrizione nel registro delle imprese di una società sotto il *nomen iuris* di s.p.a. o s.r.l.) preclude la possibilità che lo scostamento dal tipo provochi la riqualificazione del contratto ovvero la sua totale invalidità, e ciò, evidentemente, al fine di presidiare la certezza del diritto e la sicurezza del traffico giuridico nonché di tutelare gli interessi dei soggetti che si interfacciano con l'ente conservando gli «effetti dell'attività svolta in nome di un centro di imputazione che però non risulti conforme alla fattispecie legale il cui *nomen* abbia adottato»<sup>15</sup>.

Peraltro, il ruolo del tipo societario come fattispecie, cioè funzionale all'individuazione delle regole applicabili ad *ogni* fenomeno in esso ricompreso, parrebbe altresì ridotto da un costante ed inesorabile processo di «moltiplicazione di discipline»<sup>16</sup> avviato ben prima della riforma organica con la regolamentazione delle società quotate<sup>17</sup> nonché delle società «a statuto speciale» in relazione ai rispettivi – e, nell'ottica del legislatore, *delicati* – oggetti sociali<sup>18</sup>.

Pare quindi sgretolarsi l'idea che il tipo rappresenti ancora «l'articolazione elementare della classificazione della società e dunque il contenitore di una disciplina indifferenziata da applicarsi a tutte le fattispe-

---

<sup>15</sup> M. SCIUTO, *sub art. 2332*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, II, Padova, 2010, 74, nt. 4.

<sup>16</sup> Così M. SCIUTO – P. SPADA, *Il tipo...*, *cit.*, 86.

<sup>17</sup> Sul punto, si v., in particolare P. MONTALENTI – S. BALZOLA, *La società per azioni quotata*, estratto da *Le nuove s.p.a.* diretto da O. Cagnasso e L. Panzani, Bologna, 2010, 8 ss., i quali distinguono, nell'attuale disciplina della società per azioni quotata, ben otto «livelli di regolamentazione», che nel loro complesso definiscono lo «statuto» della medesima, risultato di un intricato intreccio di disposizioni legislative, regolamentari ed autoregolamentari. In particolare, i predetti Autori, individuano un *primo* livello di regolamentazione costituito dalle disposizioni comuni a tutte le società per azioni (artt. 2325 – 2451 c.c. e artt. 2484 – 2510 c.c.), un *secondo* livello composto dalle norme dettate dal codice civile per le società per azioni aperte, cioè che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, ai sensi dell'art. 2325-*bis* c.c. (ad esempio, l'art. 2368, comma secondo, c.c. in tema di quorum assembleari), un *terzo* livello che attiene alle sole disposizioni del codice riguardanti esclusivamente le società con azioni quotate (ad esempio, l'art. 2437-*ter*, terzo comma, relativo ai criteri di liquidazione della quota del socio receduto), un *quarto* livello – il nucleo essenziale dello «statuto» – costituito dalle norme del T.U.F., un *quinto* livello che raggruppa l'insieme delle norme di attuazione dettate dalla Consob, un *sesto* livello costituito dalle disposizioni della legislazione speciale non contenute nel T.U.F. (ad esempio, in tema di applicazione dei principi contabili internazionali per la redazione dei documenti contabili delle società quotate), un *settimo* livello di regolamentazione relativo alla disciplina dei mercati regolamentati che, come noto, hanno natura privatistica e sono disciplinati da un *corpus* di regole para-privatistiche (quale il Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana, attuato e completato dalle Istruzioni del Regolamento) ed, infine, un *ottavo* livello identificato da norme autoregolamentari alle quali le società quotate possono decidere di sottoporsi volontariamente (principalmente contenute nel Codice di autodisciplina di Borsa Italiana S.p.A.).

<sup>18</sup> Non è certo possibile dar conto in questa sede del vastissimo panorama di articolazioni di disciplina speciale connesse alle particolari attività esercitate dalle società e quindi riflesse nei rispettivi oggetti sociali, per un'ampia casistica si v. A. TESTA, *Gli oggetti sociali negli atti delle società*, Assago, 2010, 31 ss.

cie in esso rientranti»<sup>19</sup>, potendo esso subire profonde mutazioni al verificarsi di determinati *fatti giuridici* quali, a titolo esemplificativo, il ricorso al mercato del capitale di rischio, nella duplice accezione di negoziazione delle azioni in mercati regolamentati (europei) o della loro diffusione tra il pubblico in misura rilevante<sup>20</sup>, ovvero l'esercizio di attività economiche particolari o ancora l'assenza di scopo lucrativo. Al fine di rimarcare l'incisività dell'alterazione della disciplina legale della società azionaria, si pensi alle differenze sussistenti, dopo il recepimento della c.d. direttiva *Shareholders' Rights*<sup>21</sup>, tra società per azioni «chiusa» e «aperta» in tema di diritti di intervento e di voto in assemblea, i quali nel primo caso continuano ad essere legati allo *status socii*<sup>22</sup>, mentre nel secondo caso – in conseguenza del meccanismo della *record date*, di cui all'art. 83-*sexies* del T.U.F. che cristallizza ad una data antecedente all'adunanza assembleare gli aventi diritto al voto – possono spettare a chi socio non è più (contribuendo al fenomeno del c.d. *empty voting*) e così generando delicate problematiche relative all'impugnazione delle delibere assembleari, al diritto di recesso, al fenomeno dell'*hidden ownership* nonché, in generale, al potenziale approfittamento abusivo dell'istituto<sup>23</sup>.

---

<sup>19</sup> In questo senso G. ZANARONE, *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadesse e G.B. Portale, I, Torino, 2007, 61, ove è tratta la citazione nel testo.

<sup>20</sup> Attualmente i mercati azionari italiani, autorizzati dalla Consob ed iscritti nell'elenco di cui all'articolo 63, comma secondo, del T.U.F. sono il Mercato Telematico Azionario (MTA) e il Mercato Telematico degli *Investment Vehicles* (MIV), segmento *Investment Companies*, entrambi gestiti da Borsa Italiana S.p.A. Sino al giugno 2009, era iscritto nel medesimo elenco anche il Mercato Expandi, anch'esso gestito da Borsa Italiana e dedicato alle società a bassa capitalizzazione. A seguito della fusione tra Borsa Italiana S.p.A. e *London Stock Exchange plc.*, il Mercato *Expandi* è stato sostituito dal sistema multilaterale di negoziazione denominato *Alternative Investment Market Italia* (AIM Italia). A seguito dall'accorpamento di AIM Italia e del Mercato Alternativo del Capitale (MAC), sistema multilaterale di negoziazione, gestito da Borsa Italiana e riservato ad investitori professionali, ed al fine di razionalizzare l'offerta dei mercati dedicati alle piccole-medie imprese è sorto AIM Italia-MAC, mercato non esclusivamente dedicato agli investitori professionali ma che comunque ne richiede la presenza nell'azionariato dell'emittente per l'avvio delle negoziazioni. Si noti che l'AIM Italia-MAC non è un mercato regolamento, come definito dall'art. 1, primo comma, lett. *w-ter* del T.U.F., bensì un sistema multilaterale di negoziazione, con la rilevante conseguenza che le società quotate sull'AIM non sono di per sé soggette alla disciplina del codice civile in tema di società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (art. 2325-*bis* c.c.), a meno che soddisfino i requisiti stabiliti dall'art. 2-*bis* della deliberazione Consob 23 dicembre 2003, n. 14372 per il riconoscimento dello *status* di società con azione diffuse tra il pubblico in misura rilevante.

<sup>21</sup> Direttiva 2007/36/CE attuata con d.lgs 27 dicembre 2010, n. 27.

<sup>22</sup> Il riferimento è puramente descrittivo, non intendendosi con esso prestare adesione alla nota ricostruzione della partecipazione come *status*; sulla quale v. T. ASCARELLI, *Appunti di diritto commerciale. Società e associazioni commerciali*, 3<sup>a</sup> ed., Roma, 1936, 113 ss.

<sup>23</sup> Il tema ha destato immediato interesse tra gli studiosi: si vedano, tra molti, N. DE LUCA, *La nuova disciplina della gestione accentrata e della legittimazione degli azionisti*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, I, 254 ss.; ID., *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e "proprietà nascosta" di azioni*, in *RDS*, 2010, I, 312 ss.; L. FURGIELE, *Record date ed esercizio dei poteri di impugnazione e recesso*, *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 157 ss.; M. GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista e legittimazione*

Detto processo di moltiplicazione di discipline, d'altronde, come correttamente non si è fatto a meno di sottolineare, coinvolge anche la società a responsabilità limitata, benché indubbiamente in misura meno incisiva<sup>24</sup>.

Come sarà appresso chiarito, il ruolo del tipo societario come fattispecie, prescindendo da altre presunte ipotesi applicative che esulano dal fine del presente lavoro – come accennato, in tema di trasformazione – parrebbe oggi primariamente quello di fungere da limite all'autonomia statutaria, e dunque alla «selezione delle norme derogabili da quelle inderogabili onde sostituire queste ultime con le corrispondenti norme dello statuto legale o – ove la sostituzione non sia possibile – provocare lo scioglimento della società»<sup>25</sup>.

Tale ruolo del tipo sarà analizzato in dettaglio nel prosieguo, non prima però di aver sgombrato il campo dall'altro significato usualmente attribuito al vocabolo.

## 2. Il «tipo empirico», il modello socio-economico.

Il vocabolo «tipo» identifica anche un indirizzo metodologico sviluppatosi negli anni sessanta, sia in materia contrattuale<sup>26</sup> che, con particolare insistenza, in campo societario<sup>27</sup>.

---

*all'esercizio del voto nelle s.p.a. quotate*, Torino, 2012, 242 ss. Nell'ordinamento francese, si v. F. BARRIÈRE, *L'incidence du nouveau régime de la record date sur le droit de vote des actionnaires*, in *Rev. soc.*, 2015, 288 ss.

<sup>24</sup> G. ZANARONE, *Il ruolo del tipo...*, cit., 62. Oltre alle già ricordate ipotesi di società a responsabilità limitata semplificata e di s.r.l. *start-up* innovativa, si pensi, ad esempio, all'obbligo di nominare l'organo di controllo od il revisore legale qualora la s.r.l., (i) sia tenuta alla redazione del bilancio consolidato, (ii) sia controllata da una società obbligata alla revisione legale dei conti o (iii) per due esercizi consecutivi abbia superato due dei limiti indicati dal primo comma dell'articolo 2435-bis (articolo 2477, secondo e terzo comma). Ancora, a testimonianza del coinvolgimento anche della società a responsabilità limitata nel processo di moltiplicazione di discipline indicato nel testo, si pensi alla possibilità di utilizzare detta forma societaria per l'esercizio di attività di intermediazione finanziaria di cui all'art. 106 TUB, come risulta dal successivo art. 107, lett. a).

<sup>25</sup> M. SCIUTO – P. SPADA, *Il tipo...*, cit., 17 ss.; P. ABBADESSA, *Le disposizioni generali sulle società*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, XVI, Torino, 1985, 4; P. SPADA, *Classi e tipi dopo la riforma organica (guardando alla «nuova» società a responsabilità limitata*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. Cian, Padova, 2004, 29 ss.; ID., *Autorità e libertà...*, cit., 703 ss.; ID., *sub artt. 2325, 2452 e 2462*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, II, Padova, 2010, 3, ove è estrapolata la citazione nel testo; nonché con grande chiarezza e ulteriore sviluppo della teoria esposta nel testo G. ZANARONE, *Il ruolo del tipo...*, cit., 68 ss.

<sup>26</sup> La più organica trattazione del metodo tipologico, e la sua prima applicazione nell'ordinamento italiano, in particolare volta all'individuazione della disciplina applicabile ai contratti innominati, si deve a G. DE NOVA, *Il tipo contrattuale*, Milano, 1974, *passim*, ove l'indagine origina da una manifesta insofferenza dell'A. per quella impostazione dottrinale che individua – *in thesi*, tautologicamente – il tratto caratterizzante di un dato accordo negoziale nella causa che, se concepita come funzione, andrebbe ricondotta all'intero atto di autonomia, non potendo quindi giovare come indice di caratterizzazione, per il postulato logico secondo cui l'intero non può qualificare se stesso. In campo societario, una meno risalente applicazione del metodo tipologico è rinvenibile in M. LAMANDINI, *Il "controllo". Nozioni e tipo nella legislazione economica*, Milano, 1994 e per la critica a tale indirizzo si

Detto metodo, per l'appunto identificato dall'aggettivo *tipologico*, si basa su una costante contrapposizione della categoria logica del «concetto», che identifica una determinata fattispecie nella ricorrenza di elementi caratteristici ed essenziali<sup>28</sup>, a quella del tipo, che non si risolve nella mera sommatoria di tali elementi, bensì rappresenta «il modello socio-economico sotteso dalla fattispecie legalmente preconstituita»<sup>29</sup>. *In thesi*, l'incertezza di confini del tipo sarebbe al tempo stesso la sua debolezza e la sua forza: la sua debolezza, dato che non sarebbe possibile definire con esattezza fino a che punto il caso concreto debba realizzare le caratteristiche del tipo perché la sua riconducibilità ad esso non venga meno, ma anche la sua forza, visto che ne consentirebbe l'operatività anche di fronte ad una realtà complessa e sfuggente, laddove il concetto, astratto, artificioso e distaccato dal reale sarebbe destinato al fallimento.<sup>30</sup>

In altre parole, il tipo – nel senso della *Typuslehre* – comporterebbe, a paragone del concetto, «un assai minore impoverimento di connotati rispetto ai fenomeni empirici e [sarebbe] perciò più vicino a quella realtà sulla quale il diritto è chiamato, in definitiva, ad incidere»<sup>31</sup>.

In tale ottica, il «tipo società per azioni» si configurerebbe come l'impresa collettiva di ampie dimensioni con capitale attinto dal pubblico risparmio (c.d. *Publikumgesellschaft*) o, quantomeno, da una nutrita compagine sociale, mentre il «tipo società a responsabilità limitata» rappresenterebbe l'impresa collettiva di ridotte dimensioni, caratterizzata da una spicca-

---

v. M.S. SPOLIDORO, *Il concetto di controllo nel codice civile e nel diritto antitrust*, in *Riv. soc.*, 1995, 464 ss.; M. NOTARI, *La nozione di "controllo" nella disciplina antitrust*, Milano, 1995, 225.

<sup>27</sup> L'applicazione del metodo tipologico al campo societario ha avuto particolare fortuna nell'ordinamento tedesco; sulla *Typuslehre*, condotta nella contrapposizione di *Gesellschaftstypus* a *Gesellschaftsform*, si v. A. KOLLER, *Grundfragen einer Typuslehre in Gesellschaftsrecht*, Freiburg in der Schweiz, 1967; P. JÄGGI, *Ungelöste Fragen des Aktienrecht*, in *SAG*, 1958, 57; R. BÄR, *Grundprobleme der Minderheitsschutz in der Aktiengesellschaft*, in *ZBJV*, 1959, 369; S. CAFLISCH, *Die Bedeutung und die Grenzen der rechtliche Selbständigkeit der abhängigen Gesellschaft im Recht der Aktiengesellschaft*, Winthertur, 1961, 34 ss.; K. WIDMER, *Das Recht des Aktionärs auf Auskunftserteilung de lege lata und de lege ferenda*, Zürich, 1961, 59 ss.; H.P. WESTERMANN, *Vertragsfreiheit und Typengesetzlichkeit*, in *Recht der Personengesellschaften*, Berlin – Heidelberg – New York, 1970; W. OTT, *Die Problematik einer Typologies in Gesellschaftsrecht*, Bern, 1972. Per ulteriori riferimenti bibliografici si v. M. LIBERTINI, in P. ABBADESSA e M. LIBERTINI, *Rassegna di dottrina italiana e straniera* (1968), in *Riv. soc.*, 1971, 1019 ss. Nell'ordinamento spagnolo, si v., invece, J.F. DUQUE DOMÍNGUEZ, *Escritura, estatutos y limites a la libertad estatutaria en la fundación de sociedades anónimas*, in *Derecho de sociedades anónimas. I. La fundación*, Madrid, 1991, 99 ss.

<sup>28</sup> Si noti che nella speculazione condotta avvalendosi del metodo tipologico il vocabolo «tipo» assume un significato antitetico da quello usato dal legislatore ove esso rappresenta in realtà un «concetto». Sul punto, G. ZANARONE, *La società...*, cit., 24, nt. 17.

<sup>29</sup> Così P. SPADA, *Dalla nozione...*, in cit., 127 e successivamente M. SCIUTO – P. SPADA, *Il tipo...*, cit., 82.

<sup>30</sup> G. DE NOVA, *Il tipo contrattuale*, cit., 121 ss..

<sup>31</sup> G. ZANARONE, *La società...*, cit., 24.



ta impronta personalistica del socio-imprenditore, «tenace negoziatore ed artefice della sua stessa rilevanza»<sup>32</sup>.

Tali caratteristiche, tuttavia, al più idonee all'identificazione del modello ideale o dell'*id quod plerumque accidit*, certamente non esauriscono le possibili configurazioni dell'esistente. A verifica di ciò pare sufficiente richiamare l'attenzione sulla possibilità di avvalersi della forma societaria per iniziative individuali sia di persone fisiche sia di enti<sup>33</sup> o alla possibilità che l'impresa, fermi i requisiti di capitalizzazione minima<sup>34</sup>, assuma modeste o rilevanti dimensioni, a prescindere dal tipo sociale in cui la stessa è organizzata. Basterebbe fermarsi qui per nutrire dubbi riguardo all'apporto conoscitivo del metodo *tipologico* ma, volendo andare oltre ed anticipando lo sviluppo del capitolo, si pensi alla possibilità di modellare la disciplina della s.r.l. configurandola con uno stampo capitalistico puro<sup>35</sup> ovvero, al contrario, come sempre più spesso concesso dal legislatore, alla possibilità di valorizzare la persona dell'azionista, collegando a determinate caratteristiche individuali il riconoscimento di specifiche prerogative giuridiche.

Tale criticità dell'indirizzo metodologico in rassegna ha notevolmente ridimensionato la convinta adesione con la quale lo stesso era stato inizialmente accolto dagli studiosi.

Il metodo tipologico, infatti, essendo basato su un modello di società, *solo ideale o al massimo prevalente*, implicherebbe una «non piena compatibilità tra regolamento giuridico e materia regolata»<sup>36</sup>, comportando «un vizio argomentativo preliminare che pregiudica tutta la visuale interpretativa ed applicativa» o sovvertendo l'«ordine dei fatti di produzione normativa»<sup>37</sup>, e ciò con evidente pregiudizio per la certezza del diritto, seppur allo

---

<sup>32</sup> L'icastica espressione è di M. PERRINO, *La «rilevanza del socio» nella s.r.l.: recesso, diritti particolari, esclusione*, in *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, a cura di V. Santoro, Milano, 2003, 148.

<sup>33</sup> Possibilità riconosciute dal legislatore, da un lato, per consentire all'imprenditore unico di limitare i rischi di impresa al solo patrimonio della società, dall'altro, per consentire la proliferazione del gruppo di imprese, cioè l'articolazione di un'unica attività imprenditoriale in una pluralità di enti seppur variamente «collegati».

<sup>34</sup> Requisiti di capitalizzazione minima che sempre più si assottigliano: come noto, infatti, oltre alla possibilità di costituire s.r.l. semplificate e non con capitale pari ad un euro, il capitale minimo per le s.p.a. è stato ridotto da centoventimila a cinquantamila euro. Con specifico riferimento alla travagliata evoluzione normativa riguardante le s.r.l., M. CIAN, *Le società di capitali (a.r.l.) «quasi a-capitalizzate»: spunti per una ricostruzione sistematica e della disciplina*, in *Nuove Leggi civ. comm.*, 2014, IV, 755 ss.; G.B. PORTALE, *La parabola del capitale sociale nella s.r.l. (dall'«importanza quasi-sacramental» al ruolo di «ferro vecchio»?)*, in *Riv. soc.*, 2015, V, 815 ss.

<sup>35</sup> Sulla qualificazione della nuova s.r.l. come *modello disponibile o aperto*, si v. M. STELLA RICHTER JR, *Di alcune implicazioni sistematiche della introduzione di una nuova disciplina per le società a responsabilità limitata*, in *Giust. Civ.*, 2004, 14 ss.; A.A. DOLMETTA, *Sul «tipo» S.r.l.*, in *S.r.l. Commentario*, dedicato a G. B. Portale, a cura di A.A. Dolmetta e G. Presti, Milano, 2011, 24 ss.

<sup>36</sup> P. ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nella società per azioni: profili organizzativi*, Milano, 1975, 52.

<sup>37</sup> Entrambe le citazioni nel testo si devono a P. SPADA, *Dalla nozione... cit.*, 127.

scopo di ricercare la regola più congrua alla fattispecie, *in thesi*, immaginata dal legislatore nel dettare la relativa disciplina<sup>38</sup>.

Allo stato del dibattito, risulta dunque incerto il potenziale contributo di tale indirizzo: in primo luogo, pare fuor di dubbio che lo stesso non possa rappresentare un vincolo extratestuale «per l'autonomia statutaria, atteso il concorso di norme dichiaratamente dispositive a definirne la fisionomia», ipotesi questa della quale, in realtà, si diffidava già agli albori della discussione sul metodo tipologico nel nostro ordinamento<sup>39</sup>, mentre sembrerebbe «possibile attingere ad esso onde orientare l'interpretazione del materiale testuale in vigore»<sup>40</sup>.

Esemplificando, i principi di rilevanza centrale del socio imprenditore nella s.r.l. e di libera negoziabilità delle azioni, funzionale a soddisfare la naturale vocazione al mercato di questa forma sociale – per limitare il discorso a due temi spesso richiamati da chi si avvale dello strumento conoscitivo in analisi per accentuare la connotazione personalistica e capitalistica dei rispettivi enti – non possono rappresentare un limite per l'autonomia statutaria, non costituendo elementi indefettibili, in quanto portato di norme tendenzialmente o, almeno limitatamente, dispositive.

Mentre, poiché sembrerebbe che il legislatore si ispiri nel suo intervento regolatore al modello ideale «o perché lo considera prevalente nella prassi o perché ne intende favorire la diffusione ritenendola più omogenea rispetto ai propri valori»<sup>41</sup>, ad alcuni Autori è parso corretto inferire che detto modello assurga a strumento idoneo ai fini dell'interpretazione e dell'eventuale integrazione analogica della disciplina vigente<sup>42</sup>.

Tali deduzioni rendono opportuno svolgere alcune, pur sintetiche, osservazioni conclusive.

Riguardo al *primo profilo*, cioè l'*interpretazione* della disciplina vigente in aderenza al modello ideale immaginato dal legislatore nel delineare la disciplina della società, l'orientamento parrebbe condivisibile solo qualora lo statuto concreto della società effettivamente ad esso si ispiri; in caso contrario, sembrerebbe lecito nutrire qualche perplessità sul valore ermeneutico dello strumento medesimo. In altre parole, parrebbe lecito dubitare dell'apporto conoscitivo di un modello socio-economico, prevalente o idea-

---

<sup>38</sup> Tale ultima criticità del metodo tipologico è sottolineata con grande onestà intellettuale sia da G. DE NOVA, *ult. op. cit.*, 138 ss. che da G. ZANARONE, *La società...*, 122 ss.

<sup>39</sup> G. ZANARONE, *Il ruolo del tipo...*, cit., 90; «[...] che la difformità dal tipo (nel senso della *Typuslehre*) abbia conseguenze più incisive [...] della difformità dalla fattispecie, appare conclusione che non mi sembrerebbe azzardato definire arbitraria» afferma P. SPADA, *Dalla nozione...*, cit., 128. Posizione confermata in M. SCIUTO – P. SPADA, *Il tipo...*, cit., 83.

<sup>40</sup> G. ZANARONE, *La società...*, cit., 122 ss.; P. SPADA, *sub artt. 2325, 2452 e 2462*, cit., 3.

<sup>41</sup> G. ZANARONE, *Il ruolo del tipo...*, cit., 88 ss..

<sup>42</sup> G. ZANARONE, *La società...*, cit., 119 ss.; ID., *Introduzione alla nuova società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2003, 123; ID., *Il ruolo del tipo...*, cit., 88 ss.; J. F. DUQUE DOMÍNGUEZ, *Escritura, estatutos y límites a la libertad estatutaria...*, cit., 99 ss.; H.P. WESTERMANN, *Vertragsfreiheit und Typengesetzlichkeit*, cit.

le, qualora la concreta configurazione dell'ente ad esso poco o per nulla si attagli. Non a caso, a ragione delle difficoltà incontrate dall'interprete nell'individuazione di un unico *tipo ideale*, emergono da tempo orientamenti più realistici che, constatando l'emersione di diversi *tipi reali* diversificano l'interpretazione del dato normativo a seconda che lo si riferisca al modello personalistico o capitalistico, al modello imprenditoriale o finanziario, alla struttura aperta o chiusa, assunti dall'ente<sup>43</sup>. In breve, dall'impossibilità di individuare un unico *Gesellschaftstypus* deriva l'indirizzo ad interpretare il dato positivo in modo divergente, in coerenza con la configurazione dei diversi *Realtypen*.

Per vero, anche tale indirizzo lascia spazio a qualche riserva: l'interpretazione del dato normativo, infatti, da un lato, sembrerebbe un momento logico antecedente alla sua applicazione alla fattispecie concreta e, dall'altro, dovrebbe necessariamente risultare compatibile con tutti le configurazioni reali astrattamente assumibili dalla società in questione, il che evidenzia la difficoltà di interpretare il dato normativo in base alla concreta configurazione dell'ente.

Riguardo al *secondo profilo*, cioè l'*integrazione analogica*, come noto, processo finalizzato a sopperire alle eventuali lacune della disciplina vigente attingendo dalle regole previste per «casi simili o materie analoghe» – purché, naturalmente, queste non siano qualificate come norme eccezionali – ovvero dai «principi generali dell'ordinamento giuridico dello Stato»<sup>44</sup>, occorre innanzitutto avvertire, come da più parti è stato sottolineato, che non ogni omissione debba essere necessariamente interpretata «come lacuna bisognosa di integrazione» bensì potrebbe rappresentare un silenzio consapevole dal legislatore<sup>45</sup>. In altre parole, l'assenza di una norma che discipli-

---

<sup>43</sup> B. LIBONATI, *Clausola di gradimento e appello al risparmio diffuso*, in *Riv. dir. comm.*, 1983, I, 225; in senso adesivo, P. SPADA, *Dalla nozione al tipo...*, cit., 129; M. SCIUTO – P. SPADA, *Il tipo...*, cit., 88 ss. e, più recentemente, per alcune chiare applicazioni di tale indirizzo interpretativo A. CERRAI – A. MAZZONI, *La tutela del socio e delle minoranze*, in *Riv. soc.*, 1993, 28 ss.; V. DE STASIO, *sub art. 2468*, in *Codice commentato delle s.r.l.*, diretto da P. Benazzo e S. Patriarca, Torino, 2006, 147; L. DI NELLA, *sub art. 2468. Natura e divisibilità delle quote di partecipazione*, in *S.r.l. Commentario*, dedicato a G. B. Portale, a cura di A.A. Dolmetta e G. Presti, Milano, 2011, 278; critici sul punto P. ABBADESSA, *Rapporto di dominio e autonomia privata nel diritto societario italiano*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, I, 555; P. SANFILIPPO, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, Torino, 2000, 66 ss.

<sup>44</sup> Come noto, l'art. 12, comma secondo, delle disp. prel. dispone: «Se una controversia non può essere decisa con una precisa disposizione, si ha riguardo alle disposizioni che regolano casi simili o materie analoghe; se il caso rimane ancora dubbio, si decide secondo i principi generali dell'ordinamento giuridico dello Stato». In generale, sull'analogia si v. N. BOBBIO, *L'analogia nella logica del diritto*, Torino, 1938; L. CAIANI, *Analogia*, in *Enc. Dir.*, II, Milano, 1958, 349 ss..

<sup>45</sup> In tal senso, G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Il codice civile. Commentario* diretto da P. Schlesinger, tomo I, Milano, 2010, 24 e, con riferimento al mancato richiamo della disciplina prevista per la società azionaria in tema di patti parasociali, 267 ss.; M. STELLA RICHTER JR, *Di alcune implicazioni sistematiche...*, cit., 14 ss.; ID, *sub art. 2463*, in *Società a responsabilità limitata*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari,

na una determinata fattispecie non implicherebbe necessariamente che di tale norma l'ordinamento manifesti il bisogno e che tale mancanza risulti contraddittoria con il medesimo.

Qualora poi una lacuna in senso tecnico sussista effettivamente, con tutte le incertezze che tale processo di individuazione comporta, si rinviene la tendenza – risalente e consolidata nella s.p.a., a ragione della tendenziale “*autarchia*” del suo ordinamento, nuova e promettente nella s.r.l., a ragione dell'accentuata autonomia riconosciuta dalla riforma a detta forma sociale<sup>46</sup> – a colmare eventuali lacune nella disciplina, innanzitutto e ove possibile, attraverso il ricorso alle regole interne al tipo. Tale indirizzo di carattere generale, peraltro indirettamente avvalorato dalla Corte costituzionale<sup>47</sup>, è certamente da condividere, tuttavia pare porsi in termini di estraneità o autonomia dal metodo tipologico; infatti, la naturale *autointegrazione* della disciplina, non sembra conseguenza diretta ed esclusiva di una speculazione condotta avvalendosi di tale metodo<sup>48</sup>.

Qualora, invece, le norme interne al tipo non regolino il caso esaminato o comunque non giovino alla risoluzione del problema emerso – e sempre che si dimostri la contraddittorietà della supposta lacuna con il sistema – si ritiene potrà farsi ricorso all'*eterointegrazione*, cioè all'applicazione analogica della disciplina prevista per altri tipi societari, privilegiando, come criterio selettivo delle norme astrattamente applicabili, la coerenza della regola con l'assetto assunto dalla società in forza di opzioni statutariamente percorse dai soci<sup>49</sup>.

---

Milano, 2008, 39 ss.; per ulteriori approfondimenti si v. anche C. ANGELICI, *Note sulla responsabilità degli amministratori di società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2007, 1217 ss..

<sup>46</sup> *Ex multis*, M. STELLA RICHTER JR, *Di alcune implicazioni sistematiche...*, cit., 18; P. BENAZZO, nell'Introduzione al *Codice commentato delle s.r.l.*, diretto da P. Benazzo e S. Patriarca, Torino, 2006, 14; ID., *sub art. 2463*, cit., 39 ss.; G. PRESTI, *sub art. 2462*, in *Codice Commentato delle s.r.l.*, diretto da P. Benazzo e S. Patriarca, Torino, 2006, 31; O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da G. Cottino, V, Torino, 2007, 56; G.C.M. RIVOLTA, *Profilo della nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, in *La «nuova» società a responsabilità limitata*, a cura di M. Miola, Napoli, 2005, 16.

<sup>47</sup> Corte cost. 14 dicembre 2005, n. 481, in *Soc.*, 2006, 451 ss., con nota di E. SENINI e in *Giur. It.*, 2006, 2077 ss., con nota di E. DESANA. Con tale sentenza la Corte, nel dichiarare infondata la questione di costituzionalità relativa al mancato richiamo nella disciplina della s.r.l. del controllo giudiziale di cui all'art. 2409, ha sottolineato che l'accentuata emancipazione della s.r.l. dalla s.p.a. costituisce un principio guida nell'interpretazione del dato normativo.

<sup>48</sup> Come invece sembrerebbe sottolineare G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 68, ove afferma: «Le norme da applicare analogicamente andranno dunque rinvenute in primo luogo nella stessa disciplina della s.r.l. in quanto, se quest'ultima è totalmente o parzialmente pensata in funzione di un certo modello, appare ovvio, nel segno di una naturale auto integrazione del medesimo, che anche gli aspetti da essa non espressamente investiti debbano trovare in essa la propria regola [...]».

<sup>49</sup> In tal senso, con riferimento alla società a responsabilità limitata, G. ZANARONE, *Introduzione alla nuova società...*, cit., 83; G.C.M. RIVOLTA, *Profilo della nuova disciplina...*, cit., 16; P. SPADA, *Classi e tipi...*, cit., 47; G. PRESTI, *sub art. 2462*, cit., 31; O. CAGNASSO, *La società...*, cit., 19.

Anche in questo processo, il ricorso al metodo tipologico potrebbe condurre a risultati contraddittori.

Si pensi, a titolo esemplificativo, alla delicata tematica dell'applicazione analogica agli azionisti della disciplina prevista dall'art. 2467 in tema di finanziamenti erogati dai soci di s.r.l. «in un momento in cui [...] risulta un eccessivo squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto oppure in una situazione finanziaria della società nella quale sarebbe stato ragionevole un conferimento». Disciplina che impone la postergazione del rimborso dei soci finanziatori – o meglio di *tutti* i soci finanziatori e a prescindere dal raggiungimento di determinate aliquote di partecipazione al capitale sociale<sup>50</sup> – rispetto alla soddisfazione degli altri creditori.

Senza la pretesa di approfondire in questa sede le molteplici questioni, dense di implicazioni sistematiche, sollevate dalla norma in parola, si osserva che, tra le varie ipotesi ricostruttive proposte, alcuni autori propendono per l'applicazione analogica all'azionista «la cui partecipazione nel caso concreto *non si riveli quella di un investitore, bensì denoti caratteri imprenditoriali*»<sup>51</sup>, dimostrando così di applicare, più o meno dichiaratamente, il metodo tipologico.

La tesi è indubbiamente diretta a soddisfare esigenze avvertite anche nella società azionaria, cioè impedire ai soci di trasferire il rischio della prosecuzione di un'impresa in crisi a carico dei creditori e quindi finalizzata ad ostacolare la confusione delle prerogative di *residual* e *fixed claimants* nell'avvicinarsi del dissesto ma pare poggiare su una fallace presupposizione. Come si è cercato di evidenziare, infatti, non risulta dal dato normativo che il socio di s.r.l. sia sempre e necessariamente un *imprenditore*<sup>52</sup>, non ri-

---

<sup>50</sup> La circostanza è rimarcata, in particolare, da G. PRESTI, *sub art. 2467*, in *Codice commentato delle s.r.l.*, diretto da P. Benazzo e S. Patriarca, Torino, 2006, 129; G. BALP *sub art. 2467*, in *Società a responsabilità limitata*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 272; M. CAMPOBASSO, voce *Finanziamento del socio*, in *Dizionari del diritto privato* promossi da N. Irti, Diritto commerciale, a cura di N. Abriani, Milano, 2011, 407 il quale sottolinea che in altri ordinamenti, e precisamente in quelli tedesco, austriaco e spagnolo, è prevista l'esenzione della postergazione per quei soci che non raggiungono determinate soglie di partecipazione al capitale sociale.

<sup>51</sup> Così C. ANGELICI, *La Riforma delle società di capitali*, cit., 62, e sulla scia U. TOMBARI, «*Apporti spontanei*» e «*prestiti*» dei soci nelle società di capitali, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Torino, 2007, 564; M. SIMEON, *La postergazione dei finanziamenti dei soci nella s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 69 ss; nella giurisprudenza si v. Trib. Udine, 21 febbraio 2009, consultabile *on line* sul sito [www.unijuris.it](http://www.unijuris.it); Trib. Pistoia, 8 settembre 2008, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II, 191, con nota di G. BALP, *Dell'applicazione dell'art. 2467 c.c. alla società per azioni*, *ivi*, 193 ss.; Trib. Venezia, 10 febbraio 2011, consultabile *on line* sul sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>52</sup> Ed è infatti un rilievo condiviso da molteplici autori che l'intonazione personalistica della società a responsabilità limitata non debba essere esasperata (ci si riferisce a P. ABBADESSA, *Le disposizioni generali...*, cit., 41; G. RACUGNO, *La struttura personalistica della s.r.l.*, in *Riv. dir. impr.*, 2004, 397 ss.; G. ZANARONE, *Il ruolo del tipo...*, cit., 90 ss.; G. PALMIERI, *Gli adeguamenti statutari delle s.r.l. nella disciplina ordinaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 355) oppure, in ottica solo in parte diversa, che essa sia il frutto di opzioni statutariamente percorse volte distanziare la società dal modello capitalistico (così G. PRE-

sultando escluso che la partecipazione sociale dello stesso prescinda da elementi personalistici e si atteggi come un'operazione di mero investimento finanziario<sup>53</sup>, sicché, se ciò si dimostrasse corretto, non potrebbe sostenersi per questa via l'applicazione dell'art. 2467 c.c. all'azionista, dovendosi piuttosto ricercare altrove la *ratio* della norma<sup>54</sup> e così la sua supposta applicabilità all'azionaria, estranea al fenomeno del gruppo (*cfr.* 2497-*quinques* c.c.).

In conclusione, è possibile affermare che se il metodo tipologico sopravvive, tale sopravvivenza non pare potersi intendere nell'accezione

---

STI, *sub art.* 2462, *cit.*, 33; M. LIBERTINI, *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003. Appunti per un corso di diritto commerciale*, in *RDS*, 2008, 208 ss.).

<sup>53</sup> L'eventualità, del resto, è pacificamente riconosciuta dallo stesso Autore che ha per primo proposto la tesi riportata nel testo; il riferimento è nuovamente a C. ANGELICI, *La Riforma...*, *cit.*, 63. Le medesime perplessità, evidenziate nel testo, sulla fruttuosità del metodo tipologico per la risoluzione del problema dell'applicabilità analogica della regola della postergazione al rimborso all'azionista-finanziatore sono evidenziate da D. ARCIDIACONO, *I prestiti dei soci nelle società di capitali*, 2<sup>a</sup>, Torino, 2012, 184 ss. (nt. 110) e 207 ss.

<sup>54</sup> Secondo alcuni autori la regola della postergazione sarebbe infatti espressione di «principi generali del diritto dell'impresa, come tali sicuramente applicabili a tutte le società di capitali» così G. B. PORTALE, *I «finanziamenti» dei soci nelle società di capitali*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2003, I, 681; in senso conforme, M. IRRERA, *sub art.* 2467, in *Il nuovo diritto societario. Commentario* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Bologna, 2004, 1797; M. MAUGERI, *Finanziamenti «anomali» dei soci e tutela del patrimonio nelle società di capitali*, Milano, 2005, 177 ss.; tale ultimo A., però, circoscrive l'applicazione della regola alle sole s.p.a. a base ristretta nelle quali l'assetto dei soci è assai simile a quello che caratterizza le s.r.l. Secondo l'orientamento diametralmente opposto, invece, l'art. 2467 non sarebbe applicabile all'azionista poiché questi non ha di per sé poteri di informazione e di controllo paragonabili a quelli del socio di s.r.l., in questi termini A. BARTALENA, *I finanziamenti dei soci nella s.r.l.*, in *AGE*, 2003, 387 ss; G. TERANOVA, *sub art.* 2467, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, III, Napoli, 2004, 1474; A. IRACE, *sub art.* 2497, in *La riforma delle società. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 2003, 342; M. CAMPOBASSO, *Finanziamento del socio*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I, 445; ID., *sub art.* 2467, in *S.r.l. Commentario*, dedicato a G. B. Portale, a cura di A.A. Dolmetta e G. Presti, Milano, 2011, 239; G.C.M. RIVOLTA, *La società per azioni e l'esercizio di piccole e medie imprese*, in *Riv. soc.*, 2009, 653. Secondo questo orientamento, dunque, i pregnanti poteri di controllo del socio di s.r.l. rappresenterebbero la *ratio* della regola della postergazione dei finanziamenti. Poiché i soci «hanno diritto di avere dagli amministratori notizie sullo svolgimento degli affari sociali e di consultare, anche tramite professionisti di loro fiducia, i libri sociali ed i documenti relativi all'amministrazione» (art. 2476, comma secondo, c.c.) è coerente ritenere che questi, nel momento in cui hanno concesso un finanziamento alla società, conoscessero, o almeno potessero conoscere, l'«eccessivo squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto» ovvero la «situazione finanziaria della società nella quale sarebbe stato ragionevole un conferimento». Da ultimo, si v. la ricostruzione di M. BIONE, *Note sparse in tema di finanziamento dei soci e apporti di patrimonio*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*. Studi in onore di Giuseppe Zanarone, diretto da P. Benazzo, M. Cera, S. Patriarca, Torino, 2011, 27 ss. condivisa e sviluppata da D. ARCIDIACONO, *I prestiti...*, *cit.*, *passim*; Tali Autori, pur concordando con l'orientamento predetto riguardo l'individuazione della *ratio* della disciplina, giustificano l'applicazione analogica dell'art. 2467 c.c. agli azionisti-finanziatori in forza della conoscibilità da parte dei medesimi della situazione finanziaria della società, in forza cioè di quelle posizioni giuridiche dagli stessi rivestite che tale conoscibilità assicurano; in altre parole, si sostiene la postergazione del rimborso dell'azionista-finanziatore qualora questi sia munito di poteri di vigilanza e controllo altrettanto incisivi di quelli attribuiti *ex lege* ai soci di s.r.l. (a ragione, ad esempio, della sua qualità di amministratore o di sindaco ovvero di socio di controllo, ai sensi dell'art. 2359 c.c.).

originaria che questo ha assunto ai suoi albori bensì nel diverso significato di interpretazione diversificata a seconda delle concrete e multiformi *tipologie della realtà*.

### 3. Il tipo come limite all'autonomia statutaria.

È ora necessario abbandonare l'accezione fatta propria dall'indirizzo metodologico brevemente illustrato e finalmente precisare il significato che sarà assunto a paradigma nel presente capitolo. Come precedentemente accennato, il ruolo del tipo, quale presupposto di applicazione di una determinata disciplina, pare sopravvivere specialmente in funzione di limite all'autonomia statutaria, e ciò precisamente in un duplice senso.

*In primo luogo*, come noto, l'articolo 2249 – limitando l'autonomia privata a ragione dell'interazione della società con una moltitudine di soggetti che è auspicabile riconoscano agilmente la fisionomia essenziale dell'ente con il quale si relazionano<sup>55</sup> – sancisce il principio di *tipicità delle società*, in base al quale le parti possono scegliere, tra i soli tipi sociali predisposti dalla legge (di cui ai capi III ss. del titolo V, libro V c.c. cui aggiungasi per l'esercizio di attività non commerciali la società semplice), quello più adatto alle proprie necessità, ma non possono configurare tipi sociali diversi da quelli legali, dando così vita a *società atipiche*, cioè modelli contrattuali non collocabili in alcuno dei tipi legali<sup>56</sup>.

Il tipo dunque rappresenterebbe un limite “*esterno*” all'autonomia privata.

Si è illustrato però che il principio di tassatività dei tipi sociali rischia di vacillare quando emergono profili di transnazionalità, e ciò sia nella prospettiva del diritto internazionale privato che, specialmente, in quella del diritto comunitario.

Dal primo punto di vista, l'art. 25 della L. 31 maggio 1995 n. 218 (*Riforma del diritto internazionale privato*) prevede la sottoposizione della società alla legge dello Stato nel cui territorio è stato perfezionato il procedimento di

---

<sup>55</sup> Secondo diversi autori, nel sistema *post* riforma, parrebbe lecito dubitare che dall'individuazione del tipo s.r.l. discendano per l'interprete indicazioni univoche e certe in ordine alla disciplina ad esso applicabile. La malleabilità del tipo s.r.l. – o se si preferisce, la sua «destrutturazione» - che permette di delineare schemi organizzativi suscettibili di realizzare tanto strutture capitalistiche che personalistiche, impedirebbe ai terzi di identificare a priori i tratti salienti della disciplina della s.r.l. con la quale si trovano in contatto. In questi termini, O. CAGNASSO, *Capo VII, Della società a responsabilità limitata, Introduzione*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Bologna, 2004, 1797; A. A. DOLMETTA, *Sul “tipo” S.r.l. cit.*, 25.

<sup>56</sup> L'assunto è pacifico nella manualistica, si v., *ex multis*, AA. VV., *Diritto delle società, Manuale breve*, 5<sup>a</sup> ed., Milano, 2012, 26 ss.. Si v., tuttavia, l'isolato e discutibile orientamento contrario di U. LA PORTA, *Dal «tipo contrattuale» al «modello di società»: autonomia contrattuale e norme inderogabili nel nuovo diritto societario*, in *Soc.*, 2002, 12 ss, secondo il quale risulterebbe oltrepassato il principio di tipicità delle società e dunque sarebbe concesso ai privati delineare società atipiche, purché sia superato il vaglio di meritevolezza di cui all'articolo 1322, secondo comma, c.c..

costituzione, di fatto sottraendola alla legislazione italiana purché la sede dell'amministrazione, ovvero l'oggetto principale dell'attività, non siano situati in Italia. In breve, si consente a società costituite all'estero di operare in Italia secondo tipi diversi da quelli riconosciuti nel nostro ordinamento, purché non integrino le condizioni predette (oggetto principale e sede dell'amministrazione dislocati nel territorio della Repubblica), sottoponendole tuttavia, per alcuni aspetti, alle norme della società per azioni (art. 2509 c.c.).

Dal secondo punto di vista, cioè quello comunitario, accanto ad un articolato anche se non sempre efficiente processo di *armonizzazione* dei diritti societari dei singoli Stati membri ed all'emersione di autonomi tipi societari di fonte sovranazionale (*i.e.* la *Società europea* e la *Società cooperativa europea*)<sup>57</sup>, si è assistito al consolidamento di un orientamento giurisprudenziale della Corte di Giustizia della Comunità europea idoneo a sovvertire, per le società costituite in uno dei Paesi membri, il principio di tipicità delle società.

Con diverse e notorie sentenze, la Corte ha stabilito che contrastano con il principio di libertà di stabilimento sancito dagli artt. 43, 46 e 48 del Trattato CE le norme della legge nazionale del luogo in cui svolge la propria attività principale una società costituita all'estero, le quali impongono a tale società condizioni, richieste per la costituzione di una società nazionale, ma sconosciute all'ordinamento del Paese membro di costituzione<sup>58</sup>. Alla luce della giurisprudenza comunitaria, l'unico criterio valido all'identificazione della legge applicabile alla società aventi la sede legale in uno stato dell'Unione Europea parrebbe il principio dell'incorporazione, con la conseguenza che dette società potrebbero operare nel territorio italiano – pur avendo in questo l'oggetto principale o la sede dell'amministrazione – secondo tipi societari al nostro ordinamento sconosciuti ma previsti e regolati dallo stato di incorporazione.

Non è questo il contesto per soffermarsi sulle implicazioni sistematiche di tale orientamento, basti osservare che, specie assistendo alla proliferazione di nuovi tipi societari nei paesi membri dell'Unione, si determina «una falla nel sistema tendenzialmente chiuso delineato dal codice del 1942, consentendo l'ingresso e la circolazione nel nostro ordinamento di tipi con caratteristiche in tutto o in parte diverse da quelli previsti e omologati dal legislatore nazionale»<sup>59</sup>. In altre parole, i principi del diritto comunitario

---

<sup>57</sup> Che la Società europea e la Società cooperativa europea rappresentino nuovi tipi sociali è conclusione pacifica anche nella manualistica, si v., *ex multis*, AA. VV., *Diritto delle società*, cit., 29 ss.

<sup>58</sup> Il riferimento è alle sentenze «Centros» (C. Giust. CE, 9 marzo 1999, C-212/97, in *Giur. It.*, 2000, I, 767 ss., con osservazioni di R. WEIGMANN), «Überseering» (C. Giust. CE, 5 novembre 2002, C-208/00, in *Giur. It.*, 2003, 703 ss., con nota di G. COSCIA) e «Inspire Art» (C. Giust. CE, 30 settembre 2003, C-167/01, in *Giur. It.*, 2004, 325 ss., con nota di R. WEIGMANN).

<sup>59</sup> Così ASSOCIAZIONE PREITE, *Il diritto delle società*, a cura di G. Olivieri, G. Presti e F. Vella, Bologna, 2004, 33.



possono venire in considerazione come limite esterno alla possibilità di applicare alle società straniere la legge italiana designata dai criteri di collegamento materiali indicati dal primo comma, secondo periodo, e dal terzo comma dell'art. 25.

Si potrebbe, tuttavia, affermare che qualora la legge societaria italiana non pretenda di applicarsi, non sembrerebbe sussistere un vero problema di tipicità che, invece, si avrebbe solo là dove l'ente fosse assoggettato alla legge societaria nazionale. Piuttosto, il problema potrebbe porsi incisivamente per il caso di società costituite all'estero, in un paese *extra*-europeo, ma aventi l'amministrazione o l'oggetto principale italiano, poiché è tutto da verificare in quali aspetti si voglia sottoporre alla legge italiana società che sono state costituite e vivono secondo le caratteristiche di tipi previsti e regolati da altri ordinamenti, non rappresentando l'art. 25, comma secondo, della legge di Riforma del diritto internazionale privato, a ragione del suo carattere esemplificativo<sup>60</sup>, una chiara guida in tale processo interpretativo.

*In secondo luogo*, però, si osserva che il principio del numero chiuso di tipi sociali non elimina certamente la possibilità di apportare modificazioni al tipo legale prescelto mediante l'adozione di clausole atipiche<sup>61</sup>, in dipendenza delle specifiche esigenze dei soci. Di tale possibilità – indubbiamente potenziata da una riforma votata all'ampliamento dell'autonomia statutaria – è possibile avvalersi anche in assenza di disposizioni che espressamente consentano la deviazione dal modello legale, purché dette variazioni non violino i tratti caratterizzanti del tipo (o interessi indisponibili ai soci). Dunque, si ripresenta il tipo come limite, questa volta “*interno*”, all'autonomia statutaria, cioè, come innanzi indicato, in funzione di discriminare tra deroghe ammesse e deroghe vietate al modello legale.

Nel caso in cui una clausola atipica contrastante con il tipo sia adottata dalle parti in sede costitutiva ovvero dai soci in sede di successiva modifica statutaria – e superi il vaglio notarile di legittimità – si prospetta, secondo un orientamento sostanzialmente pacifico, la nullità della singola clausola e la sostituzione della medesima con quelle «imposte dalla legge», ai sensi dell'art. 1339 c.c. Disposizione quest'ultima che si porrebbe in rapporto di complementarietà rispetto a quella dell'art. 1419, comma secondo, c.c., ove è previsto che la nullità di singole clausole non importa la nullità del contratto, quando le clausole nulle sono sostituite di diritto da «norme imperative»<sup>62</sup>; peraltro, non ostando a tale ricostruzione l'art. 2332 c.c. che discipli-

---

<sup>60</sup> Che inequivocabilmente emerge dall'utilizzo dell'espressione «in particolare». In tal senso, per tutti, F. POCAR, *Il nuovo diritto internazionale privato*, Milano, 2002, 72.

<sup>61</sup> Si fa qui propria la nozione di clausola atipica adottata da A. DALMARTELLO, *Società tipiche e clausole atipiche*, in *Riv. dott. comm.*, 1960, *passim* e da G. ROMANO-PAVONI, *La «tipicità» delle società e le società interne*, in *Riv. dir. comm.*, 1951, I, 367 ss., secondo la quale sarebbero atipiche le pattuizioni che si discostano dalle previsioni dispositive di legge dettate in materia societaria.

<sup>62</sup> Nel senso che ognuna delle disposizioni citate nel testo contribuirebbe a determinare l'ambito di applicazione dell'altra, si v. A. D'ANTONIO, *La modificazione legislativa del regolamento negoziale*, Padova, 1974, 172 ss.; P. DUVIA, *La sostituzione automatica di*

na la nullità (totale) del binomio atto costitutivo/statuto e non la nullità (parziale) delle singole clausole di questi<sup>63</sup>.

In altri termini, l'art. 1339 si presenterebbe come norma generale che indica "quando" si verifica quella sostituzione che è presupposta dall'art. 1419, comma secondo; «quest'ultima disposizione, a sua volta, si limiterebbe a recepire il fenomeno sostitutivo, in altre norme previsto, e a disciplinarne gli effetti rispetto al problema della nullità parziale, nel senso di rendere automatica la sostituzione anche là dove questa non sia espressamente prevista dalla norma imperativa violata»<sup>64</sup>.

Come sottolineato, è necessario però stabilire «su quale principio si fonda l'affermata invalidità della singola clausola contrastante con la norma che fissa un elemento del tipo e l'altrettanto affermata sua surrogazione ad opera di tale norma»<sup>65</sup>. In altre parole, è necessario valutare perché una clausola statutaria atipica, contrastante con il tipo, possa dirsi violare una «norma imperativa», ovviamente qualora la deroga al modello legale non importi nocenti all'interesse pubblico e/o di terzi, ma, al contrario, coinvolga solo l'interesse dei soci, come tale naturalmente disponibile dagli stessi.

Il fondamento dell'assunto che le disposizioni caratterizzanti i tratti tipologici siano «norme imperative» è individuato – non tanto dalla natura degli interessi, pubblici o di terzi, tutelati dalle disposizioni medesime, bensì – dalla constatazione che dette norme «pongono le condizioni perché l'operazione posta in essere dalle parti [...] realizzi [...] obiettivi ritenuti dal legislatore meritevoli di tutela»<sup>66</sup>. Secondo questo orientamento, in altre parole, il legislatore non presterebbe protezione a quegli scostamenti dal modello legale così incisivi da potere generare incertezza e confusione nei soggetti chiamati fisiologicamente a relazionarsi con l'ente societario. Parrebbe cioè emergere l'idea che il legislatore intenda tutelare non solo l'agevole riconoscibilità dell'ente, il cui *nomen* a tal fine sarebbe sufficiente, ma anche l'individuazione dei lineamenti essenziali dello stesso.

Tuttavia, anche il ruolo del tipo come limite "interno" all'autonomia statutaria appare ai più ridimensionato. Dall'impulso all'autonomia statutaria, desiderato e favorito dall'intervento riformatore, si è giocoforza desunta una riduzione del tasso di imperatività della disciplina e conseguentemente

---

*clausole nell'art. 1419, comma 2, cod. civ.*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 798 ss.. Sui rapporti tra l'art. 1339 e il secondo comma dell'art. 1419, si v. anche E. SARACINI, *Nullità e sostituzione di clausole contrattuali*, Milano, 1971, 20 ss.; M. FRANZONI, *Degli effetti del contratto*, II, *Integrazione del contratto. Suoi effetti reali e obbligatori*, In *Il codice civile. Commentario* fondato e diretto da P. Schlesinger e continuato da F. D. Busnelli, Milano, 2013, 20 ss.; A. GERARDO DIANA, *La nullità parziale del contratto*, Milano, 2004, 94 ss.

<sup>63</sup> M. SCIUTO, *La «mancaza dell'atto costitutivo» di società per azioni*, Padova, 2000, 156 ss..

<sup>64</sup> In questi termini, M. MANTOVANI, *La nullità e il contratto nullo*, in VINCENZO ROPPO, *Trattato del contratto*, vol. IV, t. 1, *Rimedi*, a cura di A. Gentili, Milano, 2006, 122.

<sup>65</sup> G. ZANARONE, *Il ruolo del tipo...*, cit., 76.

<sup>66</sup> G. ZANARONE, *Il ruolo del tipo...*, cit., 76.

una simmetrica riduzione del tasso di tipicità delle società<sup>67</sup>. Trattasi, nondimeno, di riduzione e non di definitiva scomparsa.

E dunque, appurato che, secondo l'indirizzo prevalente, né la possibilità (o no) di documentare la partecipazione in titoli secondo il regime cartolare, né la responsabilità per le obbligazioni sociali, possano assurgere prima all'identificazione dei tratti caratterizzanti del tipo, poi alla discriminazione tra tipi e, infine, ad individuare le frontiere dell'autonomia privata, si tratta ora di verificare se qualche contenuto esclusivo nello statuto legale della società per azioni e della società a responsabilità limitata sia effettivamente rintracciabile.

Innanzitutto, una dottrina ha sostenuto che il tratto idoneo a distinguere la s.p.a. e la s.r.l. dalle società personali fosse l'intento dei soci di partecipare alle perdite in misura corrispondente al conferimento o, al massimo, ad un multiplo di questo e, dunque, l'*intento di esporsi limitatamente al rischio d'impresa*, predeterminando l'impegno economico di ciascuno nell'affare collettivo<sup>68</sup>. Invero, l'esposizione limitata al rischio non parrebbe altro che il riflesso della responsabilità limitata per le obbligazioni sociali, profilo quest'ultimo, come sottolineato *in limine*, dalla medesima dottrina ritenuto non idoneo ad assurgere a elemento tipologico, in quanto parte della disciplina e come tale estraneo, o meglio *successivo*, all'individuazione della fattispecie. Pare, infatti, difficilmente condivisibile l'affermazione che nelle intenzioni dei soci sia riconoscibile la volontà di partecipare limitatamente alle perdite e che questa rappresenti altro dall'intento di beneficiare della responsabilità limitata. E ciò, forse, potrebbe ingenerare il dubbio che in campo societario elementi fondamentali di disciplina possano effettivamente contribuire all'individuazione della fattispecie, come sembra propenso a ritenere chi, sminuendo le differenze tra azione e quota, arriva ad individuare il tratto distintivo fondamentale tra s.p.a. e s.r.l. nella possibilità, riconosciuta alla prima e negata alla seconda, di ricorrere al mercato del capitale di rischio<sup>69</sup>.

Ad ogni modo non è questo il profilo sul quale s'intende per ora indugiare e, per quel che qui maggiormente rileva, si osserva che il tratto tipologico essenziale della s.p.a. e della s.r.l. è generalmente individuato nei diversi modi di misurazione della posizione del socio nella società, nei diversi modi di identificazione della partecipazione sociale: l'*azione*, da un lato, e la *quota*, dall'altro. La prima rappresenterebbe l'*unità di misura* della parteci-

---

<sup>67</sup> Il rilievo è di F. D'ALESSANDRO, *La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata. Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2003, I, 40.

<sup>68</sup> Così P. SPADA, *La tipicità...*, cit., 444 ss. e 462 ss.; ID., *Dalla nozione...*, cit., 125 ss. e successivamente M. SCIUTO – P. SPADA, *Il tipo...*, cit., 74 ss..

<sup>69</sup> N. DE LUCA, *Partecipazione «azionaria» e tipicità delle società di capitali*, *Riv. dir. civ.*, 2004, II, 867 ss.

pazione, mentre la seconda rappresenterebbe la *misura* stessa della partecipazione<sup>70</sup>.

Secondo la dottrina pressoché unanime, la società per azioni è caratterizzata dalla suddivisione del capitale sociale in un numero predeterminato di frazioni uguali e indivisibili, le azioni, le quali costituiscono appunto l'unità di misura della partecipazione del socio<sup>71</sup>. Le azioni rappresentano un *prius* rispetto alla persona del socio, il quale assume rilievo endosocietario solo in funzione e in conseguenza del possesso delle azioni<sup>72</sup>. Mentre la società a responsabilità limitata è invece caratterizzata dalla peculiare e differente modalità di partecipazione del socio alla società, la quota, ovvero «la parte che un socio ha nel capitale sociale»<sup>73</sup>, dalla cui nozione si desume il principio di necessaria unitarietà della partecipazione (anche se divisibile per trasferimento), secondo il quale ciascun socio è sempre e solo titolare di un'unica partecipazione e mai di una pluralità di quote<sup>74</sup>, con conseguente divieto di suddividere il capitale sociale in *quanta* standardizzati, cioè in partecipazioni-tipo.

Tale conclusione, nonostante sia accolta dalla maggioranza degli interpreti, è oggetto di vivaci critiche iniziate nella vigenza del precedente ordinamento societario e proseguite dopo l'intervento riformatore<sup>75</sup>. In estre-

---

<sup>70</sup> Secondo G. FERRI, *Le società*, in *Tratt. di dir. civ.* fondato da F. Vassalli, Torino, 1985, 445, «mentre nella società a responsabilità limitata la quota si determina in funzione della posizione che ha il socio nella società, nella società per azioni la posizione del socio si determina in funzione delle azioni di cui è titolare o che sono da lui possedute. [...] L'impossibilità per la prima e la possibilità, che poi è addirittura normalità, per la seconda di essere rappresentata da un documento circolante è appunto la conseguenza di questa differenza essenziale.»

<sup>71</sup> F. D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, ed. provv., Milano, 1968, 115 ss.; P. SPADA, *La tipicità...*, *cit.*, 443 ss.; ID., *Dalla nozione al tipo...*, *cit.*, 95 ss.; C. ANGELICI, *Le azioni*, in *Il codice civile. Commentario* diretto da P. Schlesinger, Milano, 1992, 3 ss..

<sup>72</sup> F. D'ALESSANDRO, *I titoli...*, *cit.*, 115 ss.; C. ANGELICI, *Le disposizioni generali sulla società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, vol. 16, Torino, 1985, 115 ss.; G. FERRI, *Le società*, *cit.*, 463 ss.; M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, 2\*, Torino, 1991, 5 ss..

<sup>73</sup> G. FERRI, *Le società*, *cit.*, 461.

<sup>74</sup> Nel sistema ante riforma, si v., G. SANTINI, *sub art. 2472*, in *Società a responsabilità limitata*, in *Commentario del codice civile*, a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna-Roma, 1992, 39; G. FERRI, *Le società*, *cit.*, 461; G. COTTINO, *Diritto commerciale*, I, 2, 2ª ed., Padova, 1987, 597; F. DI SABATO, *Manuale delle società*, Torino, 1987, 594; L.F. PAOLUCCI, *Le società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto privato* diretto da P. Rescigno, 17, Torino, 1985, 274; in giurisprudenza Cass., 8 gennaio 1966, n. 141, in *Giur. it.*, 1966, I, 855; nel sistema *post* riforma, si v., fra molti, M. MALTONI, *sub art. 2468*, in *Il nuovo diritto delle società. Commento sistematico al D.l.gs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2005, 1816 ss.; ID., *La partecipazione sociale*, in *La riforma delle società a responsabilità limitata*, a cura di C. Caccavale – F. Magiulo – M. Maltoni – F. Tassinari, Torino, 2 ed., 2007, 193; O. CAGNASSO, *La società...*, *cit.*, 126; P. REVIGLIO-NO, *sub art. 2468*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Bologna, 2004, 1799; L. A. BIANCHI – A. FELLER, *sub art. 2468*, *cit.*, 306 ss.

<sup>75</sup> Nel sistema ante riforma, si v. G.C.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.*, già diretto da A. Cicu e F. Messineo e continuato da L. Mengoni, XXX, I, Milano, 1982, 265; ID., voce *Società a responsabilità limitata*, in *Enc. giur. Treccani*, 193, 13 ss.; in quello *post* riforma, N. DE LUCA, *Partecipazione «azionaria»*

ma sintesi, anticipando tematiche che saranno oltre, più in dettaglio, approfondite, emerge un ridimensionamento del divieto di rappresentare le quote di partecipazione in azioni che, *in thesi*, osterebbe non alla predisposizione statutaria di quote di partecipazioni standardizzate e conseguentemente alla contemporanea titolarità di più quote in capo al medesimo titolare, ma solo all'incorporazione delle stesse in titoli di credito, circolanti secondo il regime cartolare. È d'immediata evidenza che l'adesione a tale orientamento importa quale dirimente conseguenza il rifiuto di identificare il tratto tipologico essenziale tra s.p.a. e s.r.l. nella rispettiva fisionomia della partecipazione sociale e la necessità di ricercarlo altrove, con esiti spesso incerti.

Dall'orientamento maggioritario – che, si ribadisce, coglie il discrimine essenziale tra s.p.a. e s.r.l. nella differenza concettuale tra azioni e quote – si sono poi desunti importanti corollari concernenti la disciplina organizzativa dei rispettivi tipi societari.

Nella società per azioni, sussistendo il principio della spersonalizzazione della partecipazione, la persona del socio rappresenterebbe una variabile *sempre* giuridicamente indifferente ai fini dell'attribuzione dei diritti e degli obblighi sociali<sup>76</sup> con la conseguenza che «solo le azioni, il loro numero e la loro «qualità» [costituirebbero] legittimo criterio di differenziazione tra gli azionisti nella determinazione della misura dei diritti sociali, mentre ogni altro criterio di differenziazione [sarebbe] illegittimo per contrarietà al principio di eguaglianza degli azionisti», inteso come «eguale condizione dei soci nell'attribuzione dei diritti sociali»<sup>77</sup>. Tale nozione del principio di eguaglianza tra i soci, concorrerebbe a pieno titolo a definire il tipo società per azioni, «ponendo i confini inderogabili della fattispecie oltre ai quali non è consentito all'autonomia statutaria di spingersi, anche in mancanza di un'espressa norma imperativa, pena la sanzione della nullità della relativa clausola»<sup>78</sup>.

Inoltre, per quel che riguarda i profili patrimoniali dell'investimento societario, il principio di eguaglianza nei diritti delle azioni impedirebbe l'attribuzione di diritti patrimoniali basata su criteri diversi da quello del

---

ria»..., *cit.*, 867 ss., orientamento al quale presta adesione P. ABBADESSA, *sub art. 2325, cit.*, 6; nello stesso senso A. TRICOLI, *Sull'ammissibilità di quote di s.r.l. dotate di diritti particolari*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 1047; V. DE STASIO, *sub art. 2468, cit.*, 129.

<sup>76</sup> In questi termini, P. SPADA, *Dalla nozione al tipo...*, *cit.*, 114; M. SCIUTO – P. SPADA, *Il tipo...*, *cit.*, 29 ss..

<sup>77</sup> Così, espressamente, in un recente approfondimento monografico dedicato all'uguaglianza azionaria ed al principio di parità di trattamento tra soci, G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2007, 105, ove per «qualità» si intende l'appartenenza dell'azione ad una categoria speciale. Nello stesso senso, tra moltissimi, si v., da ultimo, C. ANGELICI, *La società per azioni*, I, *Principi e problemi*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.*, già diretto da A. Cicu, F. Messineo, L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger, Milano, 2012, 31, ove l'affermazione secondo la quale «quando si vogliono diversificare i diritti dei soci, lo strumento non [può] essere una loro immediata attribuzione al singolo, bensì necessariamente l'istituzione di differenti categorie di azioni: esse, nuovamente, rappresentano il tramite indispensabile per conseguire tale risultato».

<sup>78</sup> G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza...*, *cit.*, 105.

possesso azionario; e ciò non solo, come ovvio, nel senso di impedire l'attribuzione di diritti sociali a chi, non essendo titolare di azioni, socio non è, ma soprattutto nel senso che «lo statuto non [potrebbe] attribuire a un soggetto una partecipazione agli utili che [...] non sia proporzionale alla quantità e «qualità» delle azioni possedute»<sup>79</sup>. Conclusione quest'ultima che, oltre dagli argomenti che saranno sviluppati nel prosieguo, parrebbe messa in crisi dalla circostanza che nell'ordinamento societario vigente l'attribuzione di *veri e propri diritti patrimoniali* non è esclusivamente appannaggio dei soci bensì anche dei titolari di strumenti finanziari partecipativi *ex art. 2346, comma sesto, c.c.*

Nelle società a responsabilità limitata, al contrario, dall'assunto che la partecipazione rappresenta un *posterius* rispetto alla persona del socio<sup>80</sup>, si è dedotto che la deviazione dal principio di proporzionalità tra diritti sociali e partecipazione possa essere raggiunta *unicamente* per tramite dei «diritti particolari» attribuiti a *soci singolarmente individuati*, sussistendo una «correlazione necessaria ed imprescindibile tra la persona di un determinato socio (in considerazione delle caratteristiche soggettive che lo connotano) e il contenuto del diritto ad esso assegnato»<sup>81</sup>.

In estrema sintesi, è affermazione ricorrente che nella società a base azionaria, le «categorie di azioni», e nella società a responsabilità limitata, i «diritti particolari», rappresentino le uniche ed esclusive tecniche, coerenti con i rispettivi tratti essenziali del tipo societario di appartenenza, utilizzabili per differenziare le posizioni dei soci e quindi deviare dal principio di proporzionalità tra “misura” della partecipazione e “misura” dei diritti, *latu sensu* intesi.

L'assolutezza di tali asserzioni merita di essere nuovamente vagliata.

Si cercherà di dimostrare, infatti, l'esistenza di strumenti che consentono di deviare dal principio di proporzionalità senza necessariamente creare categorie azionarie o diritti *ad personam* bensì ancorando il trattamento differenziato alla sussistenza di circostanze afferenti la *persona* del socio, diverse dalla misura della partecipazione e astrattamente riferibili ad *ogni* socio.

A questo punto, il lavoro si bipartirà seguendo due direttive: sarà volto dapprima all'indagine degli strumenti per l'attribuzione non proporzionale dei diritti sociali nel tipo società per azioni e, successivamente, la medesima ricerca sarà condotta con riferimento al tipo società a responsabilità limitata.

---

<sup>79</sup> Ancora, G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza...*, cit., 109.

<sup>80</sup> «[L]a persona del socio rappresenta l'antecedente logico della determinazione della misura della sua partecipazione», così P. REVIGLIONE, *sub art. 2468, cit.*, 1799.

<sup>81</sup> In questi termini, O. CAGNASSO, *La società...*, cit., 127; P. REVIGLIONE, *sub art. 2468, cit.*, 1807; N. ABRIANI, *sub art. 2348*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti*, v. 2, t. I, Bologna, 2004, 263; G. ZANARONE, *sub art. 2468*, in *Della società a responsabilità limitata. Il codice civile. Commentario* fondato e diretto da P. Schlesinger e continuato da F.D. Busnelli, t. I, Milano, 2010, 521

## SEZIONE II

### GLI STRUMENTI PER L'ATTRIBUZIONE NON PROPORZIONALE DI DIRITTI SOCIALI NELLE S.P.A.

#### 1. Le azioni e le categorie di azioni.

Come da tempo sottolineato, il termine «azione» non ha un significato invariabile bensì polivalente<sup>103</sup>.

Detto termine, talvolta indica il titolo di credito causale, quindi caratterizzato dalla letteralità incompleta, che rappresenta ed incorpora la partecipazione del socio, e che circola secondo il regime cartolare.

Il primo comma dell'art. 2346 c.c. depone in tal senso, disponendo che «la partecipazione sociale è *rappresentata* da azioni», ove, appunto, il riferimento alla *rappresentazione* sembrerebbe primariamente indicare il *profilo documentale* del rapporto sociale, specie accostata all'ulteriore previsione secondo la quale «salvo diversa disposizione di leggi speciali lo statuto può escludere l'emissione dei relativi titoli o prevedere l'utilizzazione di diverse tecniche di legittimazione e circolazione»<sup>104</sup>.

La mera eventualità della rappresentazione delle azioni in titoli ha indotto, e induce tutt'oggi, ad attribuire al vocabolo ulteriori e diversi significati.

---

<sup>103</sup> Per tutti, M. BIONE, *Le azioni*, cit., 3 ss.

<sup>104</sup> L'incorporazione delle partecipazioni in titoli azionari è regola che patisce, oggi come ieri, numerose eccezioni sostanzialmente immutate ad esito dell'intervento riformatore. Infatti, la possibilità di optare, in sede costitutiva o con una successiva modificazione statutaria, per l'esclusione dell'emissione dei titoli azionari non è nuova nel nostro ordinamento, essendo già da tempo prevista prima ai sensi dell'art. 8 R.D.L. 7 giugno 1923, n. 1364 e, dopo l'emanazione del Codice Civile, ai sensi dell'art. 5 R.D. 29 marzo 1942, n. 239 con la conseguenza che l'emissione di titoli azionari, come precedentemente ricordato nel testo, non risulta essenziale dal punto di vista tipologico. In tal caso, il trasferimento delle azioni ha effetto nei confronti della società dal momento dell'iscrizione nel libro soci (così, l'art. 2355 c.c. riformato che sostanzialmente ricalca l'art. 5 predetto) e vincoli reali sulle azioni si costituiscono mediante annotazione sul libro stesso. Lo statuto deve o può prevedere tecniche rappresentative delle azioni diverse dall'emissione dei relativi titoli, a seconda dell'eventualità che le azioni dell'emittente siano o meno negoziate su mercati regolamentati (ed oggi anche sui sistemi multilaterali di negoziazione); già prima della riforma, infatti, il primo comma dell'articolo 28 d.lgs. 24 giugno 1998, n. 213 (c.d. "Decreto Euro") impediva che gli strumenti finanziari negoziati o destinati alla negoziazione in mercati regolamentati potessero essere rappresentati da titoli, dando luogo al c.d. fenomeno della dematerializzazione *obbligatoria*, e il successivo terzo comma precisava che l'emittente strumenti finanziari (evidentemente, non negoziati o destinati alla negoziazione in mercato regolamentato) potesse assoggettarli al regime della dematerializzazione, in questo caso, appunto, *facoltativa*. Anche sotto questo profilo la riforma non ha inciso significativamente, limitandosi sostanzialmente a replicare le disposizioni del Decreto Euro, ma ha precisato, all'ultimo comma dell'art. 2355, che nei casi di dematerializzazione obbligatoria e facoltativa il trasferimento si opera mediante scritturazione sui conti destinati a registrare i movimenti degli strumenti finanziari, sia presso la società di gestione accentrata sia presso gli intermediari autorizzati alla negoziazione in mercati regolamentati, e chiarendo altresì che tale scritturazione equivale alla girata.

Nelle società di capitali, ove il capitale nominale rileva (anche) in *funzione organizzativa* (cioè quale denominatore di un rapporto in cui a numeratore è la partecipazione del socio), e quindi consente la misurazione della posizione dell'azionista nella società<sup>105</sup>, il termine azione delinea una particolare tecnica di misurazione e rappresenta la frazione minima *standardizzata e spersonalizzata* in cui è suddiviso il capitale sociale<sup>106</sup>. L'azione è dunque unità di misura della partecipazione sociale, «conseguente alla suddivisione statutaria del capitale sociale in un numero predeterminato di unità identiche nella loro valenza di parti di un tutto e ciascuna delle quali racchiude, ridotto a termini minimali e perciò non ulteriormente frazionabile, quel complesso di posizioni attive e passive in cui si articola la partecipazione sociale»<sup>107</sup>. Ciò significa che – ferma la possibilità di creare categorie azionarie – il peso quantitativo dei diritti misurabili<sup>108</sup> riconosciuti all'azionista risulta tendenzialmente dal rapporto tra il numero delle azioni delle quali è titolare e il numero di quelle complessivamente emesse dalla società.

Tale conformazione della partecipazione azionaria risponde, come noto, alla finalità di promuovere il mercato del capitale: la fungibilità delle azioni, il contenuto tendenzialmente omogeneo delle stesse, l'irrelevanza del titolare e la circolazione autonoma sono tutte caratteristiche che incentivano la creazione e favoriscono lo sviluppo del mercato degli investimenti.

Dai caratteri della *spersonalizzazione e standardizzazione* deriverebbe secondo un orientamento non isolato il principio di *autonomia* delle azioni che, comunemente, è addotto a favore della ricostruzione dogmatica che propende per la natura atomistica della partecipazione azionaria<sup>109</sup>. La con-

---

<sup>105</sup> Funzione organizzativa che risulta sempre più decadente, o se si preferisce, in termini meno drammatici, del tutto eventuale, da un lato, proprio a ragione della possibilità di manomettere il principio di proporzionalità tra la partecipazione e i diritti sociali, dall'altro, dalla possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi «forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi».

<sup>106</sup> F. D'ALESSANDRO, *I titoli...*, cit., 115 ss.; C. ANGELICI, *Le disposizioni generali*, cit., 115 ss.; G. FERRI, *Le società*, cit., 463 ss.; M. BIONE, *Le azioni*, cit., 5 ss..

<sup>107</sup> M. BIONE, *Le azioni*, cit., 5.

<sup>108</sup> Tra i quali non rientrano i diritti riconosciuti a chiunque sia titolare di almeno un'azione (come il diritto di accesso ai libri sociali) ovvero i diritti riconosciuti a chi detenga una determinata aliquota del capitale sociale (come il diritto all'impugnazione delle deliberi assembleari ovvero il diritto di presentare denuncia al tribunale), cioè i «*diritti di quota*».

<sup>109</sup> Si può qui solo accennare al tema, ampiamente dibattuto nel passato, relativo alla natura «unitaria» o «atomistica» della partecipazione sociale. Nel primo senso si sono espressi L. MENGONI, *La divisione del pacchetto azionario di maggioranza fra gli eredi dell'azionista*, in *Riv. soc.*, 1959, 428 ss., ove l'affermazione secondo la quale «il titolare di più azioni è socio una volta sola, non quante sono le azioni che gli appartengono»; G.C.M. RIVOLTA, *La partecipazione sociale*, Milano, 1965, 264 ss.; E. SIMONETTO, *Successione ereditaria e plusvalore della partecipazione azionaria di controllo*, in *Riv. soc.*, 1960, 699 ss.; G. SENA, *Il voto nell'assemblea di società per azioni*, Milano, 1961, 63 ss.; G. COTTINO, *Le società. Diritto commerciale*, I, 2, 4<sup>a</sup> ed., Padova, 1999, 289. Nel secondo senso, invece, F. D'ALESSANDRO, *I titoli...*, cit., 118 ss.; P.G. JAEGER, *Il voto «divergente» nelle società per azioni*, Milano, 1976, 74 ss.; M. STELLA RICHTER, «*Collegamento e «raggruppamento» delle azioni di società*, in *Riv. dir. comm.*, 1991, I, 385 ss.; C. ANGELICI, voce



sequenzialità dei passaggi del ragionamento può essere così delineata in sintesi: costituendo l'azione una cellula autosufficiente che racchiude in sé tutte le situazioni giuridiche endosocietarie, l'azionista non sarebbe titolare di un'unica complessiva partecipazione coincidente con la sommatoria delle azioni di titolarità dello stesso, bensì di una molteplicità di partecipazioni, ciascuna autonoma e distinta dalle altre, con immediate conseguenze in tema di esercizio parziale o divergente dei diritti sociali ad esse connesse<sup>110</sup>. Secondo la predetta ricostruzione atomistica – che, peraltro, parrebbe, per certi aspetti, implicitamente confermata da alcune novità dell'intervento riformatore<sup>111</sup> – azione e partecipazione sociale divengono termini sostanzialmente fungibili.

Sembra però più aderente al dettato normativo prendere atto che l'ordinamento talora deriva effetti dalla posizione complessiva dell'azionista, talaltra, invece, la scompone e la disciplina autonomamente<sup>112</sup>.

Peraltro, non sembra che dall'adesione alla ricostruzione atomistica debba necessariamente desumersi che l'autonomia rappresenti un elemento tipizzante la partecipazione nella società azionaria. L'autonomia, infatti, sembra più che altro evocare un problema di regolamentazione degli atti di esercizio dei diritti sociali, che ha ragione di porsi solamente in relazione ai diritti misurabili<sup>113</sup>. S'intende dire che dalla natura atomistica della partecipazione non è possibile inferire l'ammissibilità incondizionata dell'esercizio parziale o divergente dei diritti sociali, dovendosi necessariamente volgere lo sguardo, prima di concludere per l'ammissibilità o inammissibilità di tale

---

*Azioni di società. (dir. comm.), in Enc. giur. Treccani, vol. IV, Roma, 1991, 3 ss.. È d'obbligo rimarcare, che, in questo contesto, è emerso un orientamento pragmatico che, distinguendo innanzitutto tra esercizio parziale ed esercizio differenziato delle componenti attive della partecipazione, evita scientemente di aderire all'una o all'altra delle ricostruzioni predette – delle quali, invero, sminuisce il valore ermeneutico – preferendo, al contrario, adottare soluzioni differenziate rispetto a ciascuna posizione giuridica dell'azionista; si veda in proposito, l'interessante posizione di M. BIONE, *Le azioni*, cit., 37 ss..*

<sup>110</sup> C. ANGELICI, voce *Azioni di società*, cit., 3; B. VISENTINI, voce *Azioni di società*, *Enc. dir.*, vol. IV, Milano, 1959, 977; A. DE MARTINI, voce *Azioni di società*, in *Enc. della banca e della borsa*, vol. IV, Roma, 1968, 49; G. FERRI, *Le società*, cit., 463.

<sup>111</sup> Si ponga mente alla possibilità, oggi riconosciuta ai soci, di recedere parzialmente («per tutto o parte delle loro azioni» recita il primo comma dell'art. 2437 riformato) al fine di ridurre il rischio del proprio investimento ma al contempo permanere nell'intrapresa. Del resto l'introduzione di tale possibilità era da tempo promossa in dottrina, si v., ad es., D. GALLETTI, *Una proposta di riforma del diritto di recesso*, in *Giur. comm.*, 1999, I, 787 il quale sottolineava come «l'impostazione organizzativa, scevra da dogmi concettualistici, renda ben concepibile il recesso parziale».

<sup>112</sup> M. CIAN – C. SANDEI, *La partecipazione azionaria. La fattispecie*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, XVI, t. 5, Torino, 2012, 125.

<sup>113</sup> Non si pone, infatti, un problema di esercizio autonomo o divergente per quei diritti riconosciuti a chiunque sia titolare di almeno un'azione ovvero riconosciuti al raggiungimento di una determinata aliquota del capitale; ANGELICI, *Le azioni*, cit., 67 ss.; ID., *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e da G. B. Portale, 2\*, Torino, 1991, 105 ss.

esercizio “anomalo”, agli interessi protetti e implicati nella prerogativa che di volta in volta viene esercitata<sup>114</sup>.

Il principio di *indivisibilità*, sancito dall’art. 2347 c.c., conferma poi che ciascuna azione circoscrive in sé l’intera varietà di situazioni giuridiche, attive e passive, in cui la partecipazione sociale si articola. L’indivisibilità dell’azione è però da intendersi in senso relativo: il socio non ha, infatti, la possibilità di optare unilateralmente per la partizione della «partecipazione tipo», attraverso una sorta di processo mitotico ma ciò non significa anche che sia preclusa all’assemblea straordinaria la possibilità di deliberare una modificazione statutaria che, non incidendo sul capitale sociale, importi l’aumento (o la riduzione) del numero di azioni in circolazione, determinando il *frazionamento* (o il *raggruppamento*) di quelle precedentemente emesse (in senso atecnico – s’intende – non sussistendo differenze di sorta, in questo specifico caso, tra azioni cartolarizzate o no)<sup>115</sup>.

---

<sup>114</sup> In questi termini, recentemente, M. CIAN – C. SANDEI, *La partecipazione azionaria...*, cit., 124 ss. Del resto, una conferma dell’orientamento potrebbe essere dedotta dalla circostanza che chi per primo propugnò la legittimità del voto divergente – pur aderendo ad una concezione atomistica della partecipazione azionaria – legò tale possibilità alla sussistenza di precisi interessi meritevoli di tutela, in assenza dei quali essa si sarebbe risolta in un’abusiva precostituzione della legittimazione all’impugnativa delle delibere assembleari. Il riferimento è naturalmente a P.G. JAEGER, *Il voto «divergente» nelle società per azioni...*, cit., passim; ID., *Il voto divergente*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e da G. B. Portale, 3\*\*, Torino, 1994, 482.

<sup>115</sup> Sull’indivisibilità delle azioni in generale, B. VISENTINI, voce *Azioni...*, cit., 973; C. ANGELICI, *Le azioni*, cit., 20; M. BIONE, *Le azioni*, cit., 24 ss.; M. SCIUTO – P. SPADA, *Il tipo...*, cit., 42. Le operazioni di frazionamento e di raggruppamento delle azioni creano potenziali lesioni sulla posizione dei loro titolari; in particolare, il raggruppamento o il frazionamento possono determinare per alcuni azionisti la perdita della qualità di socio, qualora il coefficiente di frazionamento o raggruppamento non consenta a questi di ottenere anche una sola nuova azione in cambio di quelle possedute (si pensi, a titolo esemplificativo, al socio titolare di una sola azione unitamente all’eventualità che il coefficiente di frazionamento sia fissato in tre nuove azioni ogni due precedentemente possedute, ovvero all’eventualità che il coefficiente di raggruppamento sia fissato in una nuova azione ogni due precedentemente possedute; è evidente che in entrambi i casi l’azionista non potrà soddisfare il “rapporto di cambio” e dunque mantenere la qualità di socio). Lungi dal rappresentare ipotesi applicative del principio – invero ad oggi assai labile a ragione dell’emersione di indici normativi contrari alla sua configurabilità (quali, ad esempio, l’art. 111 T.U.F.) – dell’intangibilità del diritto dell’azionista a conservare la propria qualità di socio e dal richiedere il consenso individuale dei soci o un’astratta previsione statutaria (come pure, in epoca meno recente, è stato sostenuto, *ex multis*, da T. ASCARELLI, *Sul raggruppamento delle azioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1950, I, 78 ss.; ID., *Indivisibilità delle azioni e aumento di capitale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1955, I, 42 ss.; V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell’azionista*, Napoli, 1960, 170), le operazioni di frazionamento e raggruppamento sono da alcuni reputate legittime anche qualora adottate con la maggioranza idonea per qualsiasi altra modifica statutaria, sulla base dell’argomento della prevalenza dell’interesse della società al compimento dell’operazione su quello dei singoli soci a non vedere pregiudicata la propria posizione (così B. VISENTINI, *Sul frazionamento e sul raggruppamento delle azioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1960, I, 14 ss.; F. TEDESCHI, *Raggruppamento delle azioni e conservazione della qualità di socio*, in *Giur. comm.*, 1979, I, 692 ss.). La dottrina maggioritaria, tuttavia, adotta un orientamento più cauto che, evitando conclusioni aprioristiche sulla legittimità delle operazioni in parola, predilige valutazioni caso per caso volte ad un’equilibrata composizione degli interessi in gioco. In particolare, dette operazioni sono reputate legittime quando si inseriscono in un’operazione più ampia (quale una fusione o un aumento di capitale) e costituiscono una modalità o un effetto necessari di

Dal principio di indivisibilità si è soliti desumere il principio di *inscindibilità* delle azioni<sup>116</sup>, secondo il quale, fatta eccezione per le ipotesi legalmente previste di vincoli cautelari o reali (*cfr.* art. 2352 c.c.), i singoli diritti sociali non potrebbero essere attribuiti a soggetti diversi<sup>117</sup>. Peraltro, il principio di inscindibilità, la cui *ratio* e la cui portata applicativa sono da tempo tutt'altro che pacifiche, sembrerebbe poter essere oggetto di rivalutazione critica, specie alla luce delle diverse possibilità di scissione tra i diritti sociali (c.d. *Spaltung*) dell'azionista di società con azioni ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati, introdotti con la direttiva *Shareholders' rights*. Oltre alla potenziale scissione tra *Mitgliedschaft* e diritto di voto<sup>118</sup>, già evidenziata, si pensi alle sue ripercussioni sul diritto di recesso e sul diritto di impugnativa delle deliberazioni assembleari che, ai sensi dell'articolo 127-*bis* del T.U.F., spettano, non solo e come naturale, al socio che non abbia concorso all'approvazione della deliberazione assembleare, bensì anche al soggetto resosi acquirente delle azioni dopo lo spartiacque

---

questa; nel caso, invece, il frazionamento o il raggruppamento rispondano a soli motivi di opportunità, si tende a compiere una valutazione comparativa tra l'entità del sacrificio che l'operazione comporta per l'azionista (che detiene un numero di azioni non uguale o multiplo di quello previsto dal coefficiente di frazionamento o di raggruppamento) ed il grado di intensità dell'interesse sociale che il frazionamento o il raggruppamento soddisfa. In questi termini si esprimono, pur con diverse sfumature, M. BIONE, *Le azioni*, cit., 22 ss.; M. STELLA RICHTER, «Collegamento» e «raggruppamento»..., cit., 433; C. ANGELICI, *Le azioni*, cit., 21 ss.; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale*, cit., 207 ss.; F. DI SABATO, *Manuale delle società*, cit., 1987, 184. Ammesse nei limiti suddetti le operazioni di frazionamento e raggruppamento delle azioni, il problema è costituito dalla gestione dei «resti», cioè di quelle azioni già in circolazione che, a ragione del loro numero, non soddisfano il «rapporto di cambio» e dunque non consentono l'attribuzione di nuove azioni. Escluso che su queste azioni si instauri un regime di comunione *ex lege* in capo agli azionisti titolari dei resti stessi (come sostenuto inizialmente da B. VISENTINI, *Sul frazionamento e sul raggruppamento...*, cit., 40) si ritiene che il problema dei resti debba essere risolto utilizzando tecniche che ne riducano la formazione (ad es., la fissazioni di coefficienti di raggruppamento che siano soddisfatti dal numero più ampio possibile di azionisti) e ne consentano il successivo riassorbimento (attraverso, ad es., la formazione di un c.d. mercato dei resti); si v. sul punto M. BIONE, *Le azioni*, cit., 22 ss.; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale*, cit., 207 ss.; F. DI SABATO, *Manuale delle società*, cit., 1987, 184.

<sup>116</sup> B. VISENTINI, voce *Azioni...*, cit., 974 ss.; M. BIONE, *Le azioni*, cit., 30 ss. Per una diversa impostazione che svincola l'inscindibilità dall'indivisibilità si veda C. ANGELICI, *Sulla «inscindibilità» della partecipazione azionaria*, in *Riv. dir. comm.*, 1985, I, 123, secondo il quale la regola dell'indivisibilità «si spiega per il particolare modello organizzativo della società per azioni, per l'esigenza, cioè, ad essa propria, di una predeterminazione statutaria dell'unità di misura della partecipazione sociale e per la conseguente necessità che le scelte al riguardo dell'atto costitutivo non siano alterate da decisioni individuali dei soci», mentre la regola dell'inscindibilità «vorrebbe invece esprimere esigenze ben più generali, in particolare il legame funzionale tra i diversi diritti del socio e l'impossibilità quindi che l'attribuzione degli uni segua sorti diverse da quelle degli altri».

<sup>117</sup> Il principio è coerentemente ridimensionato dalla dottrina che ammette – a determinate condizioni – la liceità della vendita del voto e la meritevolezza dell'interesse sotteso all'atto negoziale avente tale oggetto; per ampi riferimenti si v. E. SCIMENI, *La vendita del voto nelle società per azioni*, Milano, 2004. Si v. pure, in senso critico, L. CALVOSA, *La partecipazione eccedente e i limiti al diritto di voto*, Milano, 1999, 88 ss., secondo la quale il principio generale sarebbe invece quello della «scindibilità» della partecipazione azionaria.

<sup>118</sup> Sulla quale *supra* par. 1.

della *record date* – quindi non legittimato al voto nell’assemblea che ha adottato una deliberazione tale da innescare la causa di recesso – e prima dello svolgimento dell’adunanza: creandosi appunto una scissione tra legittimazione al voto e legittimazione al recesso e all’impugnativa, bipartizione estranea, anzi inconcepibile, nella società chiusa<sup>119</sup>.

Proprio rilevando che la separazione delle posizioni giuridiche connesse all’azione si verifica specialmente nel mercato del capitale di rischio, meriterebbe un nuovo approfondimento la *ratio* del principio di inscindibilità comunemente individuata<sup>120</sup> e cioè la considerazione che la creazione di “partecipazioni mutilate” non favorirebbe la circolazione delle azioni e di conseguenza la propulsione del mercato stesso.

Il principio che però comporta fondamentali ripercussioni sulla possibilità di prevedere *differenziazioni* nelle posizioni sostanziali dei soci è quello di *eguaglianza*; l’accostamento ossimorico merita alcune precisazioni.

Sgombrando il campo dalla portata *formale* del principio, è innanzitutto doveroso rammentare che il primo comma dell’art. 2348 c.c. stabilisce che le «azioni devono essere di uguale valore», evidentemente intendendosi per esso il valore *nominale*. Nel caso, invece, il capitale sociale della società sia suddiviso in *azioni senza (indicazione del) valore nominale* – come consentito dall’art. 2346, comma secondo, c.c. – il principio necessita un correttivo ed è da intendersi nel senso che le azioni stesse devono avere la medesima *parità contabile implicita* o, se si preferisce, il medesimo *valore nominale inespresso*, rappresentato dal rapporto tra capitale nominale e numero complessivo delle azioni emesse<sup>121</sup>. Impregiudicata la questione della legittimità dell’emissione di nuove azioni ad un prezzo inferiore alla parità contabile implicita delle azioni già in circolazione<sup>122</sup>, ciò significa che qualsiasi operazione sul capitale implica una *potenziale rimodulazione del valore nominale inespresso* delle azioni in circolazione<sup>123</sup>, facendo sì che conseguentemente le partecipazioni rappresentino sempre una identica frazione del capitale sociale.

---

<sup>119</sup> Su tale specifica ipotesi di scissione di diritti azionari, N. DE LUCA, *Titolarità vs. legittimazione*, cit., 312 ss.

<sup>120</sup> C. ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria...*, cit., 119 ss.; M. CIAN – C. SANDEI, *La partecipazione azionaria...*, cit., 121.

<sup>121</sup> Per tutti, M. NOTARI, *sub art. 2346*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 12 ss.

<sup>122</sup> Sulla quale si esprimono favorevolmente, con argomenti largamente condivisibili, G. FIGÀ-TALAMANCA, *Il valore nominale delle azioni*, Milano, 2001, 33 ss.; M. NOTARI, *sub art. 2346*, cit., 25 ss.; *contra*, tuttavia, G.B. PORTALE, *Dal capitale «assicurato» alle tracking stocks*, in *Riv. soc.*, 2002, 162; S.A. CERRATO, *sub artt. 2439 – 2440*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Bologna, 2004, 1486 e 1489.

<sup>123</sup> Lo spiega con grande chiarezza G. FIGÀ-TALAMANCA, *Euro e azioni*, in *Riv. soc.*, 2001, 327 e in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e da G. B. Portale, 1\*\*, Torino, 2004, 227 ss.. Si v. anche S.A. CERRATO, *sub artt. 2439 – 2440*, cit., 1486; R. BOCCA, *sub art. 2346, 1°-5° comma*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Bologna, 2004, 226 ss..

Dal punto di vista *sostanziale*, invece, la disposizione in parola stabilisce che le «azioni conferiscono ai possessori uguali diritti» e, dopo aver chiarito la possibilità di diversificare liberamente, purché «nei limiti imposti dalla legge», il contenuto delle categorie azionarie, precisa, al terzo comma, che «tutte le azioni appartenenti ad una medesima categoria conferiscono uguali diritti». Dal coordinamento delle predette disposizioni si ricava che l'uguaglianza sostanziale delle azioni non è un principio *assoluto*, dunque caratterizzante la totalità delle azioni in circolazione, bensì solamente *relativo*, in quanto vigente “*all'interno*” della singola categoria azionaria; d'altro canto, sulla necessaria omogeneità dei diritti attribuiti dalle azioni facenti parte della medesima categoria, e quindi sulla relatività del principio di uguaglianza, la dottrina si esprimeva con chiarezza anche nel silenzio del dato normativo previgente<sup>124</sup>.

Come si metterà in luce nel prosieguo, alcune disposizioni normative, frutto dell'intervento riformatore o di recenti novelle legislative, paiono indurre ad una dilatazione del concetto di uguaglianza azionaria che, ci si limita ad un accenno, risulterebbe rispettato non solo scomponendo il capitale sociale in categorie di azioni aventi le medesime caratteristiche ma anche sottoponendo tutte le azioni ad identiche condizioni oggettive e predeterminate, la cui verifica determinerebbe il riconoscimento di una specifica prerogativa giuridica.

Dal principio di eguaglianza delle azioni della medesima categoria si era, come si è tutt'oggi, soliti desumere l'inammissibilità di una categoria azionaria composta da una sola azione: parrebbe infatti che la disposizione citata sia coerente solo con l'ipotesi di una *pluralità* di azioni fornite dei medesimi diritti, alcuni dei quali – o, al limite, anche uno soltanto dei quali – diversi rispetto alle altre azioni<sup>125</sup>; diversamente opinando, infatti, il principio in parola potrebbe risolversi nella tautologica constatazione che ogni azione è uguale a sé stessa, il che indurrebbe quantomeno ad interrogarsi sulla necessità avvertita dal legislatore della riforma di esplicitare testualmente la relatività del principio medesimo. Non può tacersi, tuttavia, che

---

<sup>124</sup> Si v., per tutti, V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive...*, cit., 252; G. FERRI, *Le società*, cit., 467; G. COTTINO, *Le società*, cit., 289.

<sup>125</sup> Parte della dottrina, nel sistema *pre* riforma, era propensa ad affermare la legittimità di una categoria azionaria composta da una sola azione, in questo senso si esprimevano A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, 72; C. COSTA, *Le assemblee speciali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e da G. B. Portale, 3\*\*, Torino, 1993, 501 ss. e 523 nt. 83. In senso contrario, tuttavia, si esprimeva la dottrina maggioritaria, B. VISENTINI, voce *Azioni...*, cit., 967, 990; P. SPADA, *Dalla nozione...*, cit., 113 ss.; C. ANGELICI, *Le azioni*, cit., 66; M. BIONE, *Le azioni*, cit., 45; P. GROSSO, *Categorie di azioni e assemblee speciali*, Milano, 1999, 40; F. PICONE, *Diritti diversi e categorie di azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 787 ss. e, nel sistema riformato, per tutti, M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Torino, 2007, 596 ss.; ID., *sub art. 2348*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 157 ss.

l'argomento letterale suddetto è da alcuni ritenuto non probante<sup>126</sup>, in quanto la *ratio* del divieto di società o categorie monoazionarie sarebbe piuttosto da ricercare nei «connotati tipologici del modello azionario» e nella «coesistente destinazione al mercato delle relative partecipazioni»<sup>127</sup>.

Come accennato, il secondo comma della disposizione in analisi, ammette l'attribuzione alle azioni di «diritti diversi» fondando su di essa la nozione stessa di categoria azionaria e chiarisce che, «nei limiti imposti dalla legge, la società può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie». L'intervento riformatore non ha variato la nozione di categoria, che continua ad essere identificata dalla disuguaglianza dei diritti<sup>128</sup> rispetto alle azioni non appartenenti alla categoria stessa, ma *ha consacrato positivamente il principio generale di atipicità delle categorie azionarie*, e cioè la libera determinabilità del contenuto delle azioni appartenenti alla medesima categoria, alla cui individuazione la dottrina più attenta già perveniva in via interpretativa<sup>129</sup>; e ha notevolmente *ampliato il novero delle categorie azionarie tipiche*, assegnando «definitiva cittadinanza a fattispecie sulle quali si erano appuntati dubbi di legittimità, a istituti presenti in altre esperienze giuridiche e noti ai mercati finanziari ma di incerta trasposizione nel nostro ordinamento e a figure che sino a ieri dovevano considerarsi senz'altro inammissibili»<sup>130</sup>. Tali precetti sono stati ascritti a due delle linee guida caratterizzanti l'intero impianto della riforma: da un lato, la *ridefinizione della struttura finanziaria della società per azioni*, volta ad «ampliare gli strumenti disponibili alle società per attingere a fonti di finanziamento», concedendo «ampio spazio alla creatività degli operatori nell'elaborazione di forme adeguate alle varie situazioni di mercato» al fine di soddisfare le

---

<sup>126</sup> A. BLANDINI, *Categorie di quote...*, cit., 27 nt. 56; M. CIAN – C. SANDEI, *La partecipazione azionaria...*, cit., 123. V. anche N. DE LUCA, *Partecipazione «azionaria»...*, cit., 876 ss. il quale sembra ammettere la possibilità di emettere una sola azione rilevando che la tesi della necessaria suddivisione del capitale in una pluralità di azioni sarebbe «evidentemente formalistica». Si noti poi che nell'ordinamento tedesco – nonostante il § 1, Abs. 2, AktG disponga che «[d]ie Aktiengesellschaft hat ein in Aktien zerlegtes Grundkapital» – diversi Autori non hanno difficoltà a negare valenza precettiva alla regola della *Zerlegung* del capitale; per tutti, M. LUTTER, § 1, in *Aktiengesetz. Kommentar*, a cura di Schmidt e Lutter, Band 1, 2ª ed, Köln, 2010.

<sup>127</sup> M. CIAN – C. SANDEI, *La partecipazione azionaria...*, cit., 123 s.

<sup>128</sup> «Dalla diversità dei diritti nasce dunque la nozione di categoria» scriveva A. MIGNOLI, *Le assemblee...*, cit., 64, commentando il secondo comma dell'art. 2348 nella sua precedente formulazione, sostanzialmente identica a quella odierna, fatta eccezione per la precisazione in merito alla liceità delle azioni postergate nelle perdite ed alla libera determinabilità del contenuto delle azioni di categoria, sulle quali *infra* nel testo.

<sup>129</sup> A. MIGNOLI, *Le assemblee...*, cit., 84 ss.; A. PAVONE LA ROSA, *Titoli «atipici» e libertà di emissione nell'ambito delle strutture organizzative della grande impresa*, in *Riv. soc.*, 1982, 728.

<sup>130</sup> Così N. ABRIANI, *sub art. 2348*, cit., 264 ss., riferendosi rispettivamente alle azioni postergate nelle perdite, alle azioni correlate nonché alle azioni senza voto o a voto limitato, non assistite da privilegi di ordine patrimoniale; nello stesso senso M. NOTARI, *Le categorie speciali...*, cit., 593 ss.; ID., *sub art. 2348*, cit., 154.

multiformi esigenze o aspirazioni di potenziali investitori e, dall'altro, il generale *ampliamento dell'autonomia statutaria* nelle società di capitali<sup>131</sup>.

Pur essendo sostanzialmente immutato il quadro normativo dedicato al tema *de qua*, merita ora di essere brevemente chiarito il concetto di «diritti diversi» sul quale poggia la nozione stessa di categoria azionaria. L'Autore che per primo approfondì il tema delle categorie azionarie, e quello intrinsecamente connesso delle assemblee speciali ai sensi dell'art. 2376 c.c., chiarì che la diversità non deve necessariamente consistere in un «*di più*» rispetto ai diritti comuni a tutti gli azionisti, potendo consistere anche in un «*di meno*»<sup>132</sup>; in altre parole, precisò come non fosse indispensabile che il diritto diverso si sostanziasse in un *privilegio* o in un' *esaltazione* potendo anche configurarsi quale *svantaggio* o *attenuazione* di un prerogativa legale per il titolare dell'azione di categoria.

Avvalendosi di tali risultati e ulteriormente sviluppandoli, un Autore ha recentemente precisato quali tipologie di diritti diversi possono contraddistinguere una categoria di azioni, giungendo ad affermare che «*qualsiasi situazione giuridica astrattamente attribuibile dallo statuto alle azioni [...] e astrattamente suscettibile di una diversa attribuzione ad una parte delle azioni rispetto alle altre azioni, sia idonea a fondare una categoria azionaria*»<sup>133</sup>.

La locuzione diritti diversi non andrebbe dunque riferita esclusivamente al concetto di diritto soggettivo in senso stretto – del quale, invero, pare non si possa efficacemente avvalersi nell'ambito del fenomeno associativo<sup>134</sup> – bensì a qualsiasi posizione soggettiva attiva (diritto soggettivo, potestà, potere *etc.*) o passiva (obbligo, soggezione *etc.*) inerente la partecipazione azionaria, suscettibile di diversa attribuzione ad una parte determinata delle azioni in cui è complessivamente suddiviso il capitale sociale<sup>135</sup>.

---

<sup>131</sup> Lo sottolineano, fra molti, N. ABRIANI, *sub art. 2348, cit.*, 264 ss. e M. NOTARI, *Le categorie speciali...*, *cit.*, 593 ss.; ID., *sub art. 2348, cit.*, 154 ss.. I passi citati nel testo sono estrapolati dalla *Relazione* illustrativa al d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6.

<sup>132</sup> A. MIGNOLI, *La nozione di categoria e le categorie di azioni ai sensi degli artt. 2348 e 2376 c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 1953, I, 435; ID., *Le assemblee...*, *cit.*, 64 ss.

<sup>133</sup> M. NOTARI, *Le categorie speciali...*, *cit.*, 601.; ID., *sub art. 2348, cit.*, 161. In senso conforme, U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2007, 697 ss.; *cf.* anche A. BARTALENA, *Le azioni con prestazioni accessorie come categoria di azioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1998, I, 202 ss. *Contra* F. D'ALESSANDRO, *I titoli...*, *cit.*, 170 ss. La locuzione riferita nel testo è – quasi testualmente – ripresa dalla giurisprudenza di merito, si v. App. Perugia, 31 gennaio 2013, in *Riv. not.*, 2013, 1225.

<sup>134</sup> Afferma, infatti, P. FERRO LUZZI, *I contratti associativi, cit.*, 240 che «ove vi è il diritto soggettivo in senso proprio, si è per noi fuori o al termine del fenomeno associativo»; nello stesso senso C. ANGELICI, *Le azioni, cit.*, 56, e, in epoca risalente, M. BERTINI, *Contributo alle situazioni...*, *cit.*, 71 ss.

<sup>135</sup> M. NOTARI, *Le categorie speciali...*, *cit.*, 601.; ID., *sub art. 2348, cit.*, 162; M. CIAN – C. SANDEI, *La partecipazione azionaria...*, *cit.*, 136 ss.; N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, IV, 1, Padova, 2010, 272, U. TOMBARI, *Le categorie speciali...*, *cit.*, 698 ove (nt. 8) riferimenti bibliografici sulla congruità di tale orientamento con la nozione di categoria azionaria fatta propria dalla giurisprudenza tedesca, nel cui contesto una *Aktiengattung* pare configurabile non solo su «*gleiche Mitgliedschaftsrechte*» bensì anche su «*gleiche Mitgliedschaftspflich-*

Ma l'argomento fondamentale che condurrebbe alla dilatazione del concetto di «diritti diversi», più che dall'estraneità del concetto di diritto soggettivo dall'ambito societario, muoverebbe, secondo questa impostazione, dall'identificazione della *ratio* del connesso procedimento decisionale dell'assemblea speciale, ai sensi dell'art. 2376 c.c., operante in caso di deliberazioni pregiudizievoli<sup>136</sup> per i diritti di categoria, assunte dall'assemblea

---

ten». Sull'idoneità di *posizioni giuridiche passive*, in generale, e *obblighi diversi*, in particolare, a dar vita a categorie azionarie speciali si riscontra una certa diffidenza in dottrina; si v., ad es., G. BERLOTTI, *Società con prestazioni accessorie*, Milano, 2008, 352 ss. il quale motiva il fermo rifiuto di tale orientamento esclusivamente sulla base di uno strenuo ancoraggio al dato letterale dell'art. 2348 c.c., il che risulta arduamente condivisibile e, del resto, in contrasto con l'orientamento ben più liberale già ampiamente condiviso nel contesto *pre riforma*; M. LIBERTINI, A. MIRONI e P. SANFILIPPO, *sub art. 2348*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, II, Padova, 2010, 248, ove affermano che «le azioni speciali non possono essere caratterizzate dall'imposizione di "obblighi", anziché di "diritti", fatta salva la categoria delle azioni con prestazioni accessorie [...]» poiché l'«eventuale previsione di obblighi accessori contrasterebbe, infatti, con il fondamentale principio della responsabilità limitata dell'azionista». Ma che di ciò possa dubitarsi, pare a chi scrive evidenziato dalla circostanza che l'argomento addotto inerisce alla più ampia tematica della legittimità di patti sociali che obblighino i soci di società capitalistiche a contributi ulteriori rispetto ai conferimenti, ipotesi questa generalmente negata in dottrina (P. SPADA, *La tipicità...*, *cit.*, 444 ss., 462 ss. e nt. 388 e 389; M. SCIUTO – P. SPADA, *Il tipo...*, *cit.*, 76 ss. ma *contra v.* comunque l'interessante saggio di C. MONTAGNANI, *Responsabilità limitata e assunzione di responsabilità personale nel diritto delle società*, Padova, 1988, 224 ss.; nonché G. FRÈ, *sub art. 2345*, in G. FRÈ – G. SBISÀ, *Società per azioni*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja Branca*, diretto da F. Galgano, t. I, Bologna – Roma, 1997, 210, nt. 1) e in giurisprudenza (Cass., 23 febbraio 1984, n. 1296 in *Dir. fall.* 1984, II, 413 ss.; in *Nuova giur. civ. comm.*, 1985, 197, con nota adesiva di G. ZANARONE), a prescindere che la clausola coinvolga tutti o solamente alcuni soci. In altre parole, non pare che dalla presunta illegittimità di clausole sociali che obblighino tutti o alcuni soci a prestazioni ulteriori, possa *de plano* desumersi l'illegittimità di categorie azionarie fondate sulla sussistenza di obblighi diversi, non fondati su prestazioni pecuniarie ulteriori. Peraltro, tali Autori prestano una convinta adesione alla teoria (di cui *infra* nel testo e a nt. 125) che ammette categorie di azioni differenziate con riguardo alla legge di circolazione o in materia di limiti alla circolazione e dunque, a maggior ragione, pare difficilmente giustificabile l'orientamento restrittivo dagli stessi propugnato, sulle posizioni giuridiche idonee a dar vita a una categoria azionaria. Si pensi, ad esempio, ad una s.p.a. il cui capitale è suddiviso in azioni che attribuiscono e che non attribuiscono il diritto di prelazione per il caso di alienazione a titolo oneroso delle partecipazioni; in tale ipotesi, infatti, pare indubitabile che la differenziazione tra i due "gruppi" di azioni risieda sulla mancanza per le azioni appartenenti al secondo del diritto di prelazione, e conseguentemente, sulla sottoposizione delle predette all'*obbligo* di offerta in prelazione (che si articola nella *denuntiatio* dell'offerta corredata dalle condizioni contrattuali proposte dal terzo acquirente, dalle modalità di corresponsione del corrispettivo e via discorrendo).

<sup>136</sup> Sui "confini" della nozione di pregiudizio – tale da richiedere la necessaria ratifica dell'assemblea speciale affinché la deliberazione dell'assemblea generale, che determina un nocumento ai «diritti di categoria», produca effetti – la dottrina non è mai giunta a conclusioni ampiamente condivise. Se generalmente si conviene sulla necessaria sussistenza di una situazione di incompatibilità tra la deliberazione dell'assemblea generale e il diritto di categoria, cioè sul mutamento in senso deteriore di quest'ultimo, non si giunge a tradurre il principio in chiari precetti, idonei a guidare efficacemente l'interprete nel concreto processo di individuazione del pregiudizio rilevante per l'ingresso della tutela. Si tende a negare rilevanza al «pregiudizio di fatto» cioè la posizione giuridica deteriore della categoria non «ricompresa nel regolamento di interessi disposto dalla deliberazione, né con esso incompatibile» (così A. MIGNOLI, *Le assemblee...*, *cit.*, 206), ad esempio qualora si adotti una deliberazione che potrebbero incidere negativamente sui tempi di produzione prima, e di distribuzione poi, dell'utile (ASSOCIAZIONE PREITE, *Il diritto delle società*, a cura di G.



---

Olivieri, G. Presti e F. Vella, 2<sup>a</sup> ed., Bologna, 2006, 96) così pregiudicando la riscossione del privilegio patrimoniale della azioni di categoria. *Contra*, per la rilevanza del pregiudizio di fatto, si v. l'isolata opinione di B. VISENTINI, voce *Azioni...*, *cit.*, 990. Dall'irrelevanza del «pregiudizio di fatto» alcuni autori desumono che le variazioni della struttura organizzativa della società non potrebbero rappresentare una situazione di pregiudizio rilevante, e, più in generale, concludono per l'irrelevanza (i) del «pregiudizio indiretto», sussistente qualora «pur lasciandosi formalmente inalterati i diritti della categoria, essi subiscono una compressione indiretta ricollegabile ad un'operazione societaria (ad esempio un aumento del capitale) che modifichi il rapporto tra le categorie esistenti, o che crei nuove categorie dotate di trattamento preferenziale rispetto a quelle, o alcune di quelle, esistenti» (così testualmente C. COSTA, *Le assemblee speciali*, *cit.*, 537) e (ii) del c.d. «diritto al rango», cioè del diritto al mantenimento del rapporto quantitativo intercategoriale. Negano la rilevanza del «pregiudizio indiretto», nel sistema *ante* riforma, G. FERRI, *Le società*, *cit.*, 456, e anche del «diritto al rango» B. LIBONATI–P. FERRO-LUZZI, *Categorie di azioni, aumento del capitale con emissione di sole azioni ordinarie* (parere *pro-veritate*), in *Riv. dir. comm.*, 1990, I, 706; R. COSTI, *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giur. comm.*, 1990, I, 569; R. NOBILI, *La disciplina delle azioni di risparmio*, in *Riv. soc.*, 1984, 1227; P. GROSSO, *Categorie di azioni...*, *cit.*, 173 ss.; G. FERRARA JR. – F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, 12<sup>a</sup> ed., Milano, 2001, 505; in quello *post* riforma G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza...*, *cit.*, 340, in giurisprudenza, Trib. Milano, 26 maggio 1990, in *Giur. it.*, 1991, I, 599; Trib. Milano, 9 ottobre 2002, in *Corr. giur.*, 2002, 206, con nota adesiva di G. LOMBARDI; Trib. Milano, 8 luglio 2004, in *Giur. it.*, 2005, I, 306 ove l'affermazione secondo la quale «la figura del c.d. diritto al rango [...] non trova conforto in alcuna disposizione normativa»; «nessuna tutela l'ordinamento attribuisce alle aspettative che venga mantenuto lo stesso rapporto tra le [...] categorie di azioni». Al contrario, propendono per la necessaria attivazione dell'assemblea speciale in caso di pregiudizio indiretto e di modificazione del rapporto intercategoriale, nel sistema *ante* riforma, A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, in *Riv. soc.*, 1961, 929; T. ASCARELLI, *Sui limiti statutari alla circolazione delle partecipazioni azionarie*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1953, I, 321; A. MIGNOLI, *Le assemblee...*, *cit.*, 255; G. OPPO, *Uguaglianza e contratto nelle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1974, I, 653; F. D'ALESSANDRO, *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali* (parere *pro-veritate*), in *Giur. comm.*, 1990, I, 583; G.B. PORTALE, “Uguaglianza e contratto”: il caso dell'aumento del capitale sociale in presenza di più categorie di azioni (parere *pro-veritate*), in *Riv. dir. comm.*, 1990, I, 723 C. COSTA, *Le assemblee speciali*, *cit.*, 550 ss.; e in quello *post* riforma, F. GALGANO – R. GENGHINI, *Il nuovo diritto societario. Le nuove società di capitali e cooperative*, I, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, Padova, 2007, 224; ASSOCIAZIONE PREITE, *ult. op. cit.*, 96; M. CIAN, *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella “nuova” s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Torino, 2006, 760; nonché più recentemente A.M. LEOZAPPA, *Diritti di categoria e assemblee speciali*, Milano, 2008, 72 ss., il quale, approfondendo il problema del diritto al rango in occasione dell'aumento di capitale, fattispecie che ha generato un acceso dibattito del quale i pareri *pro-veritate* precedentemente citati sono testimonianza, supera l'argomento – adottato da B. LIBONATI-P. FERRO-LUZZI, *Categorie di azioni...*, *cit.*, 1230 – secondo il quale l'interesse al mantenimento del rapporto percentuale sarebbe tutelato dall'ordimento con il diritto d'opzione, e precisa, invece, che «mentre il diritto d'opzione tutela l'interesse al mantenimento della quota percentuale di capitale del socio e la quota dei diritti allo stesso spettanti, l'interesse tutelato dall'art. 2376 c.c. è quello dal mantenimento del peso, ossia del valore relativo di tali diritti» sottolineando poi che «il diritto d'opzione ha il suo riferimento nel titolare dell'azione e ne tutela la posizione nei confronti della società; l'art. 2376 c.c. tutela, invece, la posizione di interesse connessa ai diritti della partecipazione sociale nella loro entità in confronto alla entità degli analoghi diritti spettanti alle altre azioni». In giurisprudenza, per la sussistenza del diritto al rango, si v. Trib. Genova, 3 luglio 1958, in *Giur. it.*, 1959, I, 599; Trib. Milano, 25 maggio 1987, in *Soc.*, 1987, 1194. In chiusura, può osservarsi che a seguito dell'emanazione del D.L. 24 giugno 2014, n. 91 (convertito, con modificazioni, dalla L. 11 agosto 2014, n. 116) è possibile rinvenire nell'ordinamento societario un chiaro indice in sfavore dell'esistenza del diritto al rango. Il nuovo art. art. 127-*sexies* T.U.F., infatti, dopo aver chiarito al primo comma che gli statuti delle società quotate, a dif-

generale degli azionisti. È stato affermato, infatti, che «se l'istituto è finalizzato a non vincolare la società al consenso individuale di ogni singolo azionista titolare di azioni aventi diritti diversi, dovrebbe coerentemente ravvisarsi la medesima finalità ogni qual volta la complessiva situazione giuridica insita in alcune partecipazioni azionarie diverga dalle altre, sia in senso qualitativo, sia in senso quantitativo, tanto *in melius* quanto *in peius*»<sup>137</sup>.

Nonostante taluno dubiti che la *ratio* dell'istituto delle assemblee speciali sia quella indicata<sup>138</sup>, le conclusioni alle quali perviene la predetta dottrina paiono a chi scrive da condividere; d'altronde, l'esplicitazione della li-

---

ferenza di quelli delle società chiuse, non possono prevedere l'emissione di azioni a voto plurimo (sulle quali v. *infra* § 5.1), al secondo comma stabilisce che le azioni a voto plurimo emesse anteriormente all'inizio delle negoziazioni in un mercato regolamentato mantengono le loro caratteristiche e diritti. Sempre il medesimo secondo comma, precisa poi che, se lo statuto non dispone diversamente, al fine di mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni, le società che hanno emesso azioni a voto plurimo ovvero le società risultanti dalla fusione o dalla scissione di tali società possono procedere all'emissione di azioni a voto plurimo con le medesime caratteristiche e diritti di quelle già emesse limitatamente ai casi di a) aumento di capitale ai sensi dell'articolo 2442 c.c. ovvero mediante nuovi conferimenti senza esclusione o limitazione del diritto d'opzione e b) fusione o scissione. La norma, al comma quarto, dispone tuttavia che ove la società non si avvalga della facoltà di emettere nuove azioni a voto plurimo ai sensi del comma secondo, «è esclusa in ogni caso la necessità di approvazione delle deliberazioni, ai sensi dell'articolo 2376 del codice civile, da parte dell'assemblea speciale degli appartenenti alla categoria delle azioni a voto plurimo». In altri termini, qualora l'emittente non si avvalga della possibilità di emettere nuove azioni a voto plurimo, è espressamente esclusa la necessità della *deliberazione dell'assemblea speciale per le operazioni di aumento del capitale* (gratuito o a pagamento e nel rispetto del diritto di opzione) *con emissione di sole azioni appartenenti ad altra categoria*. La norma indubitabilmente infligge un duro colpo all'orientamento che sostiene il necessario rispetto del rapporto intercategoriale, tuttavia, enfatizzando la particolare *sedes materiae*, potrebbe essere letta quale ipotesi eccezionale, inidonea ad esprimere un principio generale, come tale operante anche in altre e diverse circostanze.

<sup>137</sup> A garantire «alla società quella libertà di movimento, che la ricerca del consenso del singolo socio privilegiato avrebbe reso illusoria» così A. MIGNOLI, *Le assemblee...*, cit., 153; G. FERRARA JR. – F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, cit., 506; M. NOTARI, *Le categorie speciali...*, cit., 602; ID., *sub art. 2348*, cit., 163, ove è tratta la citazione nel testo.

<sup>138</sup> L'idea che il meccanismo dell'assemblea speciale emancipi la società dal consenso individuale del titolare di azioni speciali sottende la convinzione che, in assenza di tale procedimento, la società non sarebbe legittimata a disporre del diritto di categoria – o in termini coerenti con quelli condivisi nel testo, delle situazioni giuridiche soggettive suscettibili di diversa attribuzione – senza il consenso del suo titolare. È implicito, in altre parole, l'approccio ideologico che reputa il diritto di categoria – diritto di colui che «non è suddito della società» (sono parole di A. MIGNOLI, *Le assemblee...*, cit., 153) – intangibile da parte della società; così evocando, evidentemente, la tematica dei *Sonderrechte* (sulla quale si v., per tutti, V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive...*, cit., *passim*, opera che ha certamente rappresentato una svolta nell'approccio teorico alla problematica). Tale ricostruzione è stata recentemente oggetto di rivisitazione critica, condotta proprio muovendo dal principio civilistico sul quale la ricostruzione medesima parrebbe poggiare: l'illegittimità dell'ingerenza (negativa) nella sfera giuridica altrui (desumibile dall'istituto del contratto a favore di terzo, *ex art. 1411 c.c.*). Si è, infatti, osservato che se la *ratio* della disposizione fosse rinvenibile in tale principio, anche la delibera con la quale l'assemblea generale modificasse in senso *migliorativo* il diritto di categoria dovrebbe essere subordinata al mancato rifiuto del titolare di azioni di categoria (potrebbe dirsi, alla *dichiarazione di non volerne profittare del terzo*), con la conseguenza che il suo dissenso sarebbe in grado di rendere inefficace l'atto deliberato. Ma tale tutela per il titolare di azioni speciali – il dato sembra indiscutibile – non risulta dall'ordinamento. In questi termini si è recentemente espresso A.M. LEOZAPPA, *Diritti di categoria...*, cit., 51.

bera determinabilità del contenuto delle categorie azionarie non può che deporre in tal senso.

Uno spunto testuale che conferma tale conclusione si rinviene dalla previsione che i titoli azionari – qualora, naturalmente, la società non si avvalga della facoltà di non procedere all’emissione degli stessi – devono indicare «i diritti e gli obblighi particolari ad essi inerenti» (art. 2354, comma terzo, n. 5) c.c.), e ciò evidentemente, al fine di rendere facilmente intellegibili le peculiarità rispetto al regime legale delle azioni sottoscritte o acquistate dall’investitore.

Non si tratta di una novità rispetto alla formulazione previgente; tuttavia, la norma assume una particolare rilevanza alla luce del principio di atipicità delle categorie azionarie, introdotto espressamente dalla riforma<sup>139</sup>.

In altre parole, l’ampio riferimento a «diritti e obblighi particolari» pare confermare che qualsiasi situazione giuridica (attribuibile ad una parte delle complessive azioni in cui è ripartito il capitale sociale) – che dovrà necessariamente essere riprodotta sul titolo – sia idonea a fondare una categoria azionaria. Peraltro, non è dato rilevare che il riferimento agli «obblighi particolari» evochi solamente la figura delle azioni con prestazioni accessorie; del resto, se il legislatore avesse inteso riferirsi esclusivamente a tale figura avrebbe logicamente utilizzato un’espressione inequivoca idonea a richiamarla.

Inoltre, persuade nel senso della dilatazione del concetto di diritto diverso, la constatazione che, in taluni casi, all’attribuzione ad alcune azioni di posizioni giuridiche attive corrisponde simmetricamente la sottoposizione di altre a situazioni giuridiche passive, e dunque emerge l’adeguatezza *anche* di queste ultime a dar vita a categorie di azioni.

Si pensi, a titolo esemplificativo, alla «*diversa incidenza delle perdite*», a seguito dell’intervento riformatore testualmente annoverabile tra le situazioni giuridiche idonee alla creazione di categorie di azioni, con ciò chiudendo la nota diatriba interpretativa sulla legittimità dell’emissione di azioni postergate nella partecipazione alle perdite, anche al di fuori delle discipline speciali delle azioni di risparmio<sup>140</sup>. È d’immediata evidenza che riconosciuta ad alcune azioni la postergazione nella sopportazione delle perdite, le altre saranno soggette ad una incidenza maggiore del risultato negativo dell’attività di impresa, con la conseguenza che queste saranno passibili di annullamento prioritario, nell’eventualità in cui la società versi in situa-

---

<sup>139</sup> Sul punto, si v. A. GIANNELLI, *sub art. 2354*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 536 ss.

<sup>140</sup> Per i termini del dibattito si v. M. BIONE, *Le azioni, cit.*, 59 ss.; ANGELICI, *Le azioni, cit.*, 128 ss.; R. NOBILI – M. S. SPOLIDORO, *La riduzione di capitale*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G. Portale, Torino, 1993; 110 ss., M. NOTARI, *sub art. 145*, in *La disciplina delle società quotate. Commentario* a cura di P. Marchetti – L.A. Bianchi, t. II, Milano, 1999, 1582 ss. Nel sistema riformato, per ulteriori riferimenti, si v. C.F. GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, Milano, 2004, 27 ss.

zioni di perdita rilevante, ai sensi degli artt. 2446 e 2447 c.c. o, se si preferisce, in ottica speculare, la «(previa) incidenza della perdita sulle azioni d'una categoria determinerà per contrapposto nell'altra il privilegio»<sup>141</sup>. O ancora si ponga mente alla fattispecie delle azioni di priorità, ossia delle azioni che incorporano un diritto *temporalmente preferenziale* nella distribuzione dell'utile; è evidente che tale figura «impone, come conseguenza, la metamorfosi delle azioni ordinarie in azioni *postergate* nella partecipazione all'utile»<sup>142</sup>.

Del resto, lo stesso principio di *relatività* del concetto di categoria di azioni<sup>143</sup>, secondo il quale «non si può parlare di categoria se non se ne ammette almeno una duplicità», induce a ricavare, più in generale, che la diversità del “diritto” – in senso atecnico naturalmente – deve essere valutata nella contrapposizione rispetto a quei “diritti” attribuiti all'altra categoria (o alle altre categorie) di azioni emesse dalla società<sup>144</sup>.

Nel solco del percorso argomentativo del quale si è dato sinteticamente conto, si è giunti, in termini ancor più generali, a fondare la nozione di categoria azionaria sulla presenza nello statuto sociale, di «*regole diverse*» dell'organizzazione societaria, ossia di regole che trovano applicazione solo per una parte delle azioni in cui è suddiviso il capitale nominale, e ciò a prescindere dalla concreta qualificazione della situazione giuridica caratterizzante le azioni in dipendenza della regola diversa medesima<sup>145</sup>; diretto corollario di tale impostazione è che anche le regole attinenti alla circolazione delle azioni, sia per il *regime di trasferibilità o intrasferibilità* che per le *modalità di trasferimento* (*recte* i limiti alla circolazione delle azioni), sarebbero idonee a dar vita ad una categoria azionaria ai sensi dell'art. 2348 c.c., con conseguente applicazione dell'assemblea speciale in caso di variazione in senso deteriore delle prerogative delle azioni di categoria<sup>146</sup>.

---

<sup>141</sup> A. MIGNOLI, *Le assemblee...*, cit., 265.

<sup>142</sup> Così P. SFAMENI, *sub art. 2350*, cit., 270.

<sup>143</sup> Dal quale si è dedotto correttamente – così risolvendo le incertezze che avevano inizialmente caratterizzato la tematica – che le azioni ordinarie costituiscono certamente una categoria azionaria speciale, ai fini dell'applicazione dell'art. 2376 c.c.; in questi termini A. MIGNOLI, *Le assemblee...*, cit., 87. Per la mera eventualità della sussistenza di azioni ordinarie – concetto descrittivo che individuerrebbe le azioni le cui prerogative coincidono, o meno si distaccano, da quelle previste dallo statuto legale della società azionaria – si v., invece, le convincenti considerazioni di M. NOTARI, *Le categorie speciali...*, cit., 599 ss.; ID., *sub art. 2348*, cit., 159 ss..

<sup>144</sup> A. MIGNOLI, *Le assemblee...*, cit., 243, ove la citazione nel testo.

<sup>145</sup> M. NOTARI, *Le categorie speciali...*, cit., 605 ss.; ID., *sub art. 2348*, cit., 165 ss., che coglie e ulteriormente sviluppa un orientamento già emerso *in nuce* nel sistema *ante* riforma. Si allude alla teoria seconda la quale ogni diversità di disciplina darebbe vita ad una categoria azionaria, in questo senso già B. VISENTINI, voce *Azioni...*, cit., 990 che circa quarant'anni prima della riforma affermava la sussistenza di una categoria azionaria «quando nella medesima società vi sono azioni aventi una disciplina diversa, qualunque sia il punto sul quale la diversità si manifesta»; G. FERRI, *Le società*, cit., 466 nt. 1.

<sup>146</sup> Così M. NOTARI, *Le categorie speciali...*, cit., 606 ss.; ID., *sub art. 2348*, cit., 167 ss. il quale (i) constatando l'assenza di ostacoli o interessi generali che possano impedire la differenziazione del regime di circolazione, (ii) sottolineando che gli istituti del riscatto (art. 2437-sexies c.c.) e del recesso, soprattutto convenzionale (art. 2437 c.c.) - che paci-

L'orientamento pare rispondere ad un'istanza di semplificazione e certezza: di semplificazione, perché si limita a ricercare la sussistenza di trattamenti differenziali e prescinde dalla qualificazione della situazione giuridica oggetto di diversa attribuzione; di certezza, perché è volto a fornire all'interprete un criterio tutto sommato semplice per l'individuazione di una categoria azionaria – specie in presenza di clausole statutarie dalla non limpida formulazione – e conseguentemente dell'ambito di operatività dell'assemblea speciale.

Sinteticamente, si è quindi affermato che «[s]vincolata dal ristretto ambito dei diritti in senso proprio, la diseguaglianza può allora consistere in un vantaggio, in uno svantaggio, e più genericamente in qualsiasi diversità, sia essa quantitativa e/o qualitativa, apprezzabile sul piano delle posizioni giuridiche soggettive o anche solo delle *modalità* con cui uno stesso diritto può essere esercitato»<sup>147</sup>.

Chiariti i concetti di azione e categoria di azioni, occorre ora soffermarsi sul – diffuso ma spesso solo tralattivamente evocato – principio secondo il quale le categorie di azioni costituirebbero l'unico strumento giuridico per derogare al principio di proporzionalità tra diritti sociali, in specie patrimoniali, e partecipazione al capitale sociale.

## **2. Tra la ridefinizione del principio di uguaglianza delle azioni e i «diritti particolari dell'azionista».**

L'analisi degli strumenti giuridici, diversi dalla categoria azionaria, che consentono di modulare in senso non proporzionale l'imputazione dei risultati dell'attività d'impresa non può che partire dall'indagine del dato normativo.

Come si cercherà di dimostrare, da esso affiorano diversi *livelli* di personalizzazione della società azionaria.

Più precisamente, alcune disposizioni – ossequiose dei canoni dell'impersonalità e dell'anonimato per l'attribuzione di situazioni giuridi-

---

ficamente possono differenziare azioni della medesima società - determinano, quanto meno in prima battuta, un trasferimento forzato (tematica che sarà *infra* analizzata in dettaglio al Cap. III) e, infine, (iii) ripudiando la distinzione tra aspetti di «contenuto» e di «contenente» della partecipazione azionaria che rappresentano un insieme unitario, frutto delle regole dell'organizzazione societaria, efficacemente confuta l'opposto orientamento maggioritario secondo il quale la differenziazione tra azioni liberamente alienabili e azioni la cui alienabilità è sottoposta a particolari condizioni darebbe vita non a categorie azionarie bensì a *tipi* di azioni, non soggette come tali alla regola dell'assemblea speciale. Condividono l'impostazione, come già ricordato *supra*, M. LIBERTINI, A. MIRONE e P. SANFILIPPO, *sub art. 2348, cit.*, 248. L'orientamento negativo fu, in primo luogo, proposto da A. MIGNOLI, *La nozione di categoria...*, *cit.*, 434; ID., *Le assemblee...*, *cit.*, 70 e successivamente avallato, *ex multis*, da C. ANGELICI, *Le azioni, cit.*, 64 – il quale addirittura negava la possibilità stessa di differenziare tra azioni e azioni con riferimento al profilo della loro trasferibilità – e da M. BIONE, *Le azioni, cit.*, 48.

<sup>147</sup> Così, felicemente riassumendo il concetto di «diritti diversi», M. CIAN – C. SANDEI, *La partecipazione azionaria...*, *cit.*, 138.

che ai soci – consentono di attribuire rilevanza a particolari situazioni personali dell'azionista alla cui sussistenza è legato il riconoscimento di determinate prerogative patrimoniali e determinano l'emersione di un livello *tenue* di personalizzazione.

Altre norme, invece, mutuando l'istituto del diritto *ad personam* proprio della società a responsabilità limitata, riconoscono direttamente alla persona dell'azionista determinate prerogative e determinano l'affioramento di un livello *forte* di personalizzazione.

Si tratta di capire se dette disposizioni possano considerarsi espressive di principi generali o, al contrario, ipotesi eccezionali, inidonee a determinare ricadute sistematiche.

### 3. Azioni a voto limitato.

Valido punto di partenza dell'indagine è il novellato art. 2351 c.c. che, oltre a sancire la legittimità di azioni istituzionalmente, e non solo occasionalmente, prive del diritto di voto<sup>148</sup> e di azioni a voto limitato a particolari argomenti (non più circoscritti, come nel sistema previgente, agli argomenti di competenza dell'assemblea straordinaria ma liberamente individuabili), introduce nell'ordinamento le figure delle azioni (*i*) con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative (art. 2351, comma secondo, c.c.), (*ii*) con voto limitato ad una misura massima o contingentato e (*iii*) con voto scaglionato o scalare (art. 2351, comma terzo, c.c.).

Peraltro, di recente, la gamma di azioni che rappresentano una deroga al principio «*one share – one vote*» si è ulteriormente arricchita: a seguito delle modificazioni introdotte dal d.l. 24 giugno 2014, n. 91 (convertito, con modificazioni, dalla l. 11 agosto 2014, n. 116) – oltre alla possibilità di limitare il diritto di voto a una misura massima o disporre scaglionamenti anche nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, a differenza di quanto originariamente previsto dal terzo comma dell'art. 2351, nella forma licenziata dall'intervento riformatore – risulta soppresso il previgente divieto del voto plurimo. L'attuale quarto comma dell'art. 2351 prevede, infatti, che: «[s]alvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni con diritto di voto plurimo anche per particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Ciascuna azione a voto plurimo può avere fino a un massimo di tre voti»<sup>149</sup>.

---

<sup>148</sup> Circostanza che induce correttamente alcuni Autori ad escludere che il diritto di voto rappresenti un elemento tipologico della partecipazione azionaria, così A. ANGELILLIS – M.L. VITALI, *sub art. 2351*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 536 ss.

<sup>149</sup> Sulle azioni a voto plurimo, tra i primi commentatori, si v. N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e ine-*

Il principio di democrazia azionaria può quindi essere derogato in vario modo dall'autonomia statutaria purché sia rispettato il limite secondo il quale il valore delle azioni a voto limitato, a voto condizionato e prive del diritto di voto non può eccedere la metà del capitale sociale (art. 2351, comma secondo, periodo secondo, c.c.).

Si è assistito, invece, alla scomparsa della previgente disposizione che sanciva l'insopprimibile bilanciamento tra sacrifici amministrativi e benefici patrimoniali<sup>150</sup>; tale novità risulta coerente con l'incentivazione dell'autonomia statutaria fortemente perseguita dalla riforma e pare presupporre che, nell'ottica del legislatore, debba essere il mercato a sostituirsi alle valutazioni di meritevolezza che precedentemente erano operate in vertice dal legislatore medesimo.

Le funzioni delle clausole limitative che determinano il superamento del criterio ponderale variano in base alla concreta composizione della compagine sociale (e dunque all'impatto di queste sulle maggioranze preesistenti)<sup>151</sup>. Nelle società a struttura azionaria non concentrata – come noto, non infrequenti nel contesto italiano<sup>152</sup> – le clausole di limitazione del voto preservano la diffusione dell'azionariato ed osteggiano la formazione di mag-

---

*diti problemi interpretativi*, consultabile online al sito internet [www.giustiziacivile.com](http://www.giustiziacivile.com), 2014; P. MARCHETTI, *Commento all'articolo 20 del D.L. Competitività (azioni a voto maggiorato, a voto plurimo ed altro)*, Relazione al Convegno del Consiglio Notarile di Milano, tenutosi il 22 settembre 2014; V. CARIELLO, *Azioni a voto potenziato, "voti plurimi senza azioni" e tutela dei soci estranei al controllo*, in *Riv. soc.*, 2015, I, 164 ss. In ottica comparatistica, G. FERRARINI, *One share – one vote: a European rule?*, in *Ecgi Law Working Paper* n. 58/2006, 147 ss., rinvenibile online al sito internet [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com) e, più recentemente, S. ALVARO – A. CIAVARELLA – D. D'ERAMO – N. LINCiano, *La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo*, in *Quaderno Giuridico Consob* n. 5, 2014, in *Riv. soc.*, 2014, 482 ss.; M.S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Riv. soc.*, 2015, I, 134 ss.

<sup>150</sup> La dottrina, già prima dell'intervento riformatore, auspicava il superamento di tale anacronistica disposizione che mal si concilierebbe con un'impostazione liberale della struttura finanziaria della società, così N. ABRIANI, *La struttura finanziaria delle società di capitali nel progetto Mirone e nella legge delega per la riforma del diritto societario: un primo confronto*, in ASSOCIAZIONE PREITE, *Verso il nuovo diritto societario. Contributi per un dibattito*, a cura di P. Benazzo, F. Ghezzi e S. Patriarca, Bologna, 2002, 292. Si v., tuttavia, le isolate posizioni di A. BLANDINI, *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 477; F. MARTORANO, *sub art. 2348*, in *La riforma delle società. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 2003, 137 i quali, adducendo rispettivamente il principio di parità di trattamento e il principio di equilibrio tra poteri gestori e diritti patrimoniali, ritengono che anche nell'ordinamento riformato la limitazione del voto imponga un incremento delle prerogative patrimoniali.

<sup>151</sup> G.P. LA SALA, *Principio capitalistico e voto non proporzionale nelle società per azioni*, Torino, 2011, 45 ss.

<sup>152</sup> Si v. l'analisi dei dati estratti dal Registro delle Imprese di Milano, aggiornati al giugno 2013, di C. BELLAVITE PELLEGRINI – L. PELLEGRINI, *Un'analisi empirica della "Corporate Italy": soggetti giuridici, assetti proprietari e finanziari e corporate governance 2005 – 2013*, in L'OSSERVATORIO DEL DIRITTO SOCIETARIO DELLA CAMERA DI COMMERCIO DI MILANO, *Oltre le parole i numeri: il diritto societario a dieci anni dalla riforma*, a cura di C. Rabitti Bedogni, C. Bellavite Pellegrini, L. Pellegrini, M. Carpinelli, V. Di Cataldo, S. Dompé, B. Ermolli, C. Ibba, P. Marchetti, P. Montalenti, M. Notari, R. Perrotta, G. Presti, V. Salafia, G. Sbisà, U. Tombari, Milano, 2014, 36 ss..

gioranze stabili<sup>153</sup>; nelle società a partecipazione paritetica, garantiscono anche la tendenziale equipollenza tra le partecipazioni<sup>154</sup>; nelle società in cui è identificabile un socio, o un ristretto numero di soci, di controllo, le clausole sono volte a conservare intatto lo stato di chiusura della società ed a disincentivare l'assunzione del controllo di soggetti esterni all'ente; sicché tali clausole, più che proteggere le minoranze, paiono principalmente rispondere ad un'istanza di conservazione dello *status quo ante* e, al massimo, a stimolare la dialettica tra soci di maggioranza e minoranza<sup>155</sup>.

Ai sensi dell'art. 2351, comma terzo, c.c. è possibile stabilire – oggi, come ricordato, sia nelle s.p.a. aperte che in quelle chiuse – che l'entità del voto subisca delle modificazioni in relazione al quantitativo di azioni delle quali gli azionisti sono titolari; le clausole di contingentamento (o, del c.d. "tetto massimo") e di scaglionamento – peraltro già conosciute dall'ordinamento societario italiano, nel vigore del codice di commercio del 1882<sup>156</sup> – predeterminano una soglia rilevante di possesso azionario, al superamento della quale viene *nell'un caso* precluso il diritto di voto per le azioni detenute in eccedenza rispetto alla soglia medesima, *nell'altro* caso trova applicazione un nuovo sistema di calcolo del diritto di voto statutariamente delineato.

In altre parole, al superamento della soglia rilevante, nel caso del tetto massimo, s'interrompe il rapporto di proporzionalità tra numero di voti esercitabili e numero delle azioni possedute, in quanto per le azioni eccedenti la soglia viene sterilizzato il potere di *voice*; nel caso del voto scalare, il numero dei voti continua a crescere ma secondo parametri non proporzionali, e precisamente si introduce un progressivo depotenziamento del diritto di voto al crescere delle partecipazioni azionarie dal medesimo soggetto detenute.

In presenza di limiti al diritto di voto la funzione dell'azione quale unità di misura dei diritti sociali in generale, e della capacità deliberativa in particolare, subisce un evidente ridimensionamento; il capitale sociale vede limitata la propria funzione organizzativa, non sussistendo più un rapporto di stretta proporzionalità tra misura della partecipazione sociale e peso del voto. Raggiunta la soglia partecipativa limite fissata statutariamente, infatti,

---

<sup>153</sup> G.P. LA SALA, *Principio capitalistico...*, cit., 48.

<sup>154</sup> G.P. LA SALA, *Principio capitalistico...*, cit., 48; N. ABRIANI, *sub art. 2351*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Bologna, 327 ss.; L. STANGHELLINI, *I limiti statuari alla circolazione delle azioni*, Milano, 1997, 64.

<sup>155</sup> G.P. LA SALA, *Principio capitalistico...*, cit., 48 ss.

<sup>156</sup> L'art. 157, secondo comma, del Codice di commercio del 1882 prevedeva di *default* un meccanismo scalare di computo del voto che era facoltà dei soci derogare. La norma stabiliva infatti che «ogni socio ha un voto e ogni azionista ha un voto sino a cinque azioni da lui possedute. L'azionista che possiede più di cinque e sino a cento azioni ha un voto ogni cinque azioni, e per quelle che possiede oltre il numero di cento ha un voto ogni venticinque azioni. Le deliberazioni di prendono a maggioranza assoluta. Nell'atto costitutivo e nello statuto può essere derogato a queste disposizioni».



o cessa il diritto di voto esercitabile per le azioni detenute in eccedenza (nel caso del contingentamento) o, invece, opera una modalità di calcolo meno che proporzionale (nel caso dello scaglionamento).

Non stupisce perciò che già nel contesto *ante* riforma, le perplessità della dottrina si appuntavano sulla compatibilità di tali istituti con il sistema societario: a fronte dell'emersione di elementi personalistici, quale, appunto, la misura della partecipazione di ciascun azionista, si derogherebbe alla distribuzione del diritto di voto fondata sulle unità azionarie<sup>157</sup>.

L'antinomia era apparentemente risolta sulla base dell'argomento che le limitazioni del diritto di voto non modificano la correlazione necessaria tra numero di azioni e numero di voti esprimibili, bensì introducono un vincolo, gravante sul socio, che impedirebbe alle azioni di esprimere integralmente il loro potenziale deliberativo. *In thesi*, non sarebbero le azioni ad essere investite della limitazione del diritto di voto ma il socio stesso, in ragione della sua posizione personale, perdendo la facoltà di esercitare la parte dei voti eccedente la soglia limite<sup>158</sup>.

L'attuale formulazione dell'art. 2351, comma terzo, però, pur presupponendo che le clausole di contingentamento e scaglionamento riguardino tutte le azioni della società, non esclude che possano connotare solo determinate categorie azionarie<sup>159</sup>, specie aderendo all'orientamento, qui condi-

---

<sup>157</sup> C. ANGELICI, *Le azioni*, cit., 148 ss.; ID. *La circolazione della partecipazione...*, cit., 209; B. VISENTINI, voce *Azioni...*, cit., 977 e 984.

<sup>158</sup> In questi termini, pur con svariate sfumature, M. CASELLA, *Legittimità del voto scalare nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1973, 432 ss.; C. ANGELICI, *Le azioni*, cit., 148 ss.; M. BIONE, *Le azioni*, cit., 50 nt. 21; A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, 1296; A. BLANDINI, *Le azioni a voto limitato...*, cit., 483; L. CALVOSA, *La partecipazione eccedente...*, cit., 199 ss.; G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza...*, cit., 119; M. CIAN, *Gli strumenti finanziari di s.p.a.: pluralità delle fattispecie e coordinamento delle discipline*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 78.

<sup>159</sup> Nel sistema attuale sembra infatti pacifico che il potenziale contingentamento e lo scaglionamento del diritto di voto possano caratterizzare sia la totalità delle azioni emesse dalla società – come nel caso espressamente normato dal legislatore – sia solamente una parte specifica e preindividuata di queste, così determinando la creazione di una categoria speciale (che nulla esclude possa essere caratterizzata *esclusivamente* dall'assoggettamento a tali restrizioni del potere di *voce*). Così si sono espressi la maggior parte degli Autori che hanno affrontato la questione *ex professo*; in argomento, si v. M. NOTARI, *Le categorie speciali...*, cit., 591 ss.; A. ANGELILLIS - M.L. VITALI, *sub art. 2351*, cit., 446; G.P. LA SALA, *Principio capitalistico...*, cit., 82; U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni...*, cit., 971; M. LIBERTINI - A. MIRONE - P.M. SANFILIPPO, *sub art. 2351*, cit., 274; si v. anche la recente Massima n. 136 del 13 maggio 2014 della Commissione Società del Consiglio Notarile di Milano, consultabile *on line* al sito internet [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it); dubbioso, invece, si era mostrato, nell'immediatezza dell'intervento riformatore, N. ABRIANI, *sub art. 2351*, cit., 330 ss. In senso contrario alla possibilità che le azioni interessate dalla regola del contingentamento o scaglionamento del diritto di voto generino una categoria azionaria si sono recentemente espressi M. CIAN - C. SANDEI, *sub art. 2351*, in *Commentario del codice civile*, diretto da E. Gabrielli, *Delle società - Dell'azienda - Della concorrenza*, I, a cura di D. U. Santosuosso, Torino, 2015, 940 ss., con la conseguenza che ad esse sarebbero inapplicabili sia la tutela dell'art. 2376 che il limite quantitativo dell'art. 2351, comma secondo, c.c.. Tali AA. motivano la propria ricostruzione in base all'argomento secondo il quale il diritto di voto, dipendendo da una situazione soggettiva dell'azionista – *scilicet*, l'entità del possesso azionario – non potrebbe considerarsi un attributo dell'azione, capace di caratterizzarla in sé e per sé e quindi di generare una categoria azionaria. Mi pare che tale orien-

viso, che fa proprio un concetto ampio di «diritti diversi». Si è precedentemente messo in luce, infatti, che il diritto diverso sul quale poggia la nozione di categoria azionaria, non può essere interpretato letteralmente e quindi limitarsi alle sole posizioni giuridiche attive bensì abbraccia qualsiasi trattamento differenziato – financo delineato sulla base di elementi a rilevanza soggettiva – destinato ad operare in relazione ad una sola parte di tutte le azioni in cui è suddiviso il capitale sociale della società.

E dunque, sulla scorta di tale osservazione, l'orientamento tradizionale è stato recentemente criticato, osservando che, se la limitazione del voto incidesse sul socio e non sulle caratteristiche intrinseche delle azioni delle quali questi è titolare, sarebbe inevitabilmente esclusa la possibilità di creare categorie di azioni a voto limitato, poiché la potenziale limitazione del diritto di voto non sarebbe caratteristica intrinseca alla partecipazione ma deriverebbe dalle situazioni soggettive del titolare, possibilità che il dato normativo, come già sottolineato, non parrebbe espressamente vietare.

*In secondo luogo*, l'orientamento tradizionale, non chiarirebbe «per quale motivo nel fenomeno in esame si dovrebbe assistere a una scissione tra la persistente uguaglianza proporzionale tra le azioni e una disuguaglianza tra i soci nell'esercizio del voto»<sup>160</sup>.

Nel caso le clausole statutarie in parola interessino la totalità delle azioni emesse, non si avrà naturalmente la creazione di una categoria azionaria benché, nel caso concreto, solo alcune azioni patiscano la compressione del diritto di voto, a ragione della partecipazione complessiva – che eccede la soglia di rilevanza fissata statutariamente – detenuta dal titolare delle azioni medesime.

In altre parole, la potenziale restrizione del diritto di voto, può colpire indistintamente tutte le azioni emesse, in dipendenza di una particolare condizione soggettiva del titolare e, non producendo una differenziazione intrinseca tra azioni e azioni, destinata necessariamente a perdurare in caso di alienazione delle medesime, non determina la creazione di una categoria azionaria. Creazione che, invece, sussisterebbe qualora la regola statutaria diversa trovasse applicazione solo per una parte delle azioni in cui è suddiviso il capitale sociale. Pertanto, le clausole di contingentamento o scaglionamento che interessano la totalità delle azioni emesse dalla società vanno

---

tamento ometta di considerare che il *trattamento differenziato* – nel qual caso, l'assoggettabilità al contingentamento o scaglionamento del diritto di voto – di parte delle complessive azioni della società è di per sé idoneo a determinare la nascita di una categoria azionaria, e ciò a prescindere dalla circostanza che la capacità deliberativa delle singole azioni sia influenzata dalle condizioni soggettive del titolare. Quel che conta è che la regola diversa si applichi solo a determinate azioni. Peraltro, nell'ipotesi che il tetto massimo e gli scaglioni di voto interessino solo parte delle azioni, mi sembra arduamente giustificabile il mancato riconoscimento della tutela dell'assemblea speciale in ipotesi, ad esempio, di una riduzione della soglia partecipativa, al raggiungimento della quale viene (ulteriormente) limitata la capacità deliberativa.

<sup>160</sup> Così G.P. LA SALA, *Principio capitalistico...*, cit., 91 al quale è riconducibile anche il precedente argomento avverso all'orientamento maggioritario in analisi.

esenti dal limite quantitativo di cui all'art. 2351, secondo comma c.c., disposizione che si riferisce espressamente alle sole azioni di categoria<sup>161</sup>.

Tali meccanismi, pur collegando determinati effetti all'emissione di elementi che si riferiscono alla posizione personale del socio – *scilicet* l'aliquota del capitale sociale dallo stesso detenuta – non scalfiscono il principio di eguaglianza (relativa) delle azioni; principio secondo il quale solo il «numero» delle azioni o la loro «qualità» (cioè, l'appartenenza ad una categoria) costituirebbero legittimo criterio di differenziazione della misura dei diritti sociali<sup>162</sup>.

Tanto è vero che, se il contingentamento e lo scaglionamento interessassero tutte le azioni in cui è suddiviso il capitale sociale, sarebbe pur sempre il numero delle azioni detenute dal medesimo azionista a determinare una potenziale differenziazione del potere di *voice*; mentre, nell'ipotesi della categoria azionaria il cui «diritto diverso» consista nella limitazione del voto, sarebbe il concorso di entrambi i predetti fattori a determinare trattamenti differenziati, da un lato la *specialità* delle azioni, cioè la sottoposizione a limitazione della capacità deliberativa che, sostanziandosi in un trattamento differenziato, dà vita alla categoria azionaria, dall'altro il *numero* di queste detenute dal medesimo azionista.

Più interessante, ai fini del presente lavoro, è l'istituto del voto condizionato, cioè «subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative», che, a ben vedere, pare rappresentare il *genus* al quale sono riconducibili le clausole di voto massimo e di voto scalare<sup>163</sup> poiché tali meccanismi, in realtà, determinano la limitazione del diritto di voto in dipendenza del verificarsi di un evento specifico – il raggiungimento da parte

---

<sup>161</sup> Così V. SANTORO, *sub art. 2351*, in *La riforma delle società. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 2003, 150; F. DIMUNDO, *sub art. 2348*, in *La riforma del diritto societario*, a cura di G. Lo Cascio, vol. IV, Milano, 2003, p. 51, A. ANGELILLIS - M.L. VITALI, *sub art. 2351, cit.*, 444, M. LIBERTINI - A. MIRONE - P.M. SANFILIPPO, *sub art. 2351, cit.*, 274; G.P. LA SALA, *Principio capitalistico...*, *cit.*, 89 ss.; n questi termini anche la già richiamata Massima n. 136 del 13 maggio 2014 della Commissione Società del Consiglio Notarile di Milano, consultabile *on line* al sito *internet* [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it), secondo tale orientamento «nel caso in cui il voto contingentato o scaglionato si riferisca alla generalità delle azioni, il limite previsto dall'art. 2351, comma 2, c.c. non trova applicazione», mentre «nel caso in cui invece il voto contingentato o scaglionato si riferisca ad una o più categorie di azioni, il limite previsto dall'art. 2351, comma 2, c.c. è rispettato non solo quando le azioni di categoria speciale non eccedano la metà del capitale sociale, ma anche quando il numero complessivo dei voti esprimibili dalla totalità delle azioni sia almeno pari alla metà delle azioni complessivamente emesse», precisazione quest'ultima che mi pare rispondere ai dubbi manifestati da M. CIAN – C. SANDEI, *sub art. 2351, cit.*, 943, quando affermano che «non potendosi al momento dell'emissione prevedere quante saranno le azioni a voto massimo o scaglionato per le quali, in un determinato momento, non sarà consentito l'esercizio pieno del voto, non è chiaro come dovrebbe atteggiarsi il limite della metà del capitale sociale».

<sup>162</sup> G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza...*, *cit.*, 105.

<sup>163</sup> Così G.P. LA SALA, *Principio capitalistico...*, *cit.*, 86 ss.; circostanza quella indicata nel testo che, peraltro, convince della possibilità che il contingentamento e lo scaglionamento interessino solo parte delle azioni emesse dalla società, così generando una categoria azionaria.

dell'azionista della soglia partecipativa statutariamente determinata – che evidentemente non dipende dal mero arbitrio dell'azionista stesso, bensì da una sua manifestazione di volontà che risulta comunque influenzata dal concorso di fattori estrinseci, oggettivi e soggettivi<sup>164</sup>.

La condizione presupposta dall'art. 2351, comma secondo, c.c. è da qualificarsi come sospensiva, in quanto determina l'attribuzione di un diritto sino a quel momento inibito, tuttavia, pur in mancanza di un'espressa previsione normativa, non si dubita della legittimità di clausole statutarie che prevedano categorie di azioni il cui diritto di voto, originariamente pieno, sia risolutivamente condizionato al verificarsi di determinati eventi, che determineranno pertanto la privazione (o la limitazione) del diritto stesso<sup>165</sup>, come d'altronde accade proprio nei meccanismi del contingentamento e dello scaglionamento.

Nulla osta poi alla previsione di meccanismi ad intermittenza, portato della combinazione di diverse condizioni sospensive e risolutive<sup>166</sup>.

Il riferimento alla «condizione non meramente potestativa» induce immediatamente a trasporre nel fenomeno associativo i risultati cui perviene la civilistica nell'analisi dell'elemento condizionale apposto al contratto.

Tuttavia, il rilievo che la condizione dell'art. 1353 c.c. disciplina il momento di produzione degli effetti del contratto mentre quella in analisi disciplina i meccanismi di formazione della volontà sociale persuade a dubitare sulla fruttuosità della trasposizione<sup>167</sup>. In proposito, si è messo correttamente in luce che «la prima ha ad oggetto le situazioni finali di un regolamento d'interessi esaustivo, la seconda le situazioni strumentali – le determinazioni volitive dei soci – necessarie ad attuare un regolamento d'interessi per sua natura incompleto»<sup>168</sup>.

Risulta, quindi, poco significativo interrogarsi su come si atteggiino nel contesto del fenomeno associativo le caratteristiche dell'*incertezza* e della *futurità* dell'evento dedotto in condizione.

---

<sup>164</sup> Anche se forse può essere banale sottolinearlo, si pensi, a titolo esemplificativo, all'acquisto (o alla sottoscrizione) di azioni che determina il raggiungimento della soglia rilevante definita in statuto; l'atto negoziale dipende naturalmente dalla volontà dell'acquirente ma necessita anche di un venditore disponibile alla conclusione dell'affare (o di una eseguibile deliberazione di aumento oneroso del capitale sociale) e comunque determina l'insorgenza dell'obbligazione di pagamento del prezzo pattuito (o di liberazione del conferimento).

<sup>165</sup> In questo senso si sono espressi A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti...*, cit., 1294; N. ABRIANI, *sub art. 2351, cit.*, 315 ss.; A. ANGELILLIS - M.L. VITALI, *sub art. 2351, cit.*, 427.

<sup>166</sup> V. per una comparazione con l'ordinamento francese A. POMELLI, *Rischio d'impresa e potere di voto nella società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 528, nt. 42.

<sup>167</sup> Sulle difficoltà ad applicare al fenomeno associativo i principi desumibili dal diritto comune, oltre a P. FERRO LUZZI, *I contratti associativi, cit.*, 24 ss., si v. P. SPADA, *La tipicità...*, cit., 72 ss.; P. ABBADESSA, *Le disposizioni generali...*, cit., 5 ss.; C. ANGELICI, *Le basi contrattuali della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 1\*, Torino, 2004, 101 ss.

<sup>168</sup> Così G.P. LA SALA, *Principio capitalistico...*, cit., 73.

Tant'è vero che, qualora tale evento non risulti né futuro né incerto per determinati soci che, al momento di introduzione della clausola di voto condizionato, già versano nelle condizioni il cui verificarsi produce una limitazione del diritto di voto, non si discute sulla legittimità della condizione in sé, bensì della possibile violazione del principio di parità di trattamento e così della necessità del consenso individuale di questi, a ragione dell'immediato sacrificio che gli stessi patiscono al momento dell'introduzione della previsione statutaria, o della idoneità delle normali maggioranze previste per le modificazioni dello statuto<sup>169</sup>.

La condizione la cui verifica determina l'attivazione o l'inibizione del diritto di voto non può essere «meramente potestativa», e dunque non può dipendere dal mero arbitrio di un socio, di soggetti terzi estranei alla società o di organi sociali<sup>170</sup>.

La condizione risulta perciò idonea – e come tale non arbitraria – quando è ancorata a *specifiche situazione obiettive e predeterminate dallo statuto, astrattamente riferibili a qualsiasi azionista*, per la verifica delle quali la società o gli azionisti stessi possono anche adoperarsi, partecipando tramite comportamenti volontari all'avveramento della situazione assunta quale elemento condizionante. Si intende dire che non risulta inibito il contributo apportato *ab externo* alla realizzazione dell'evento<sup>171</sup> (talora, anzi, tale contributo risulta imprescindibile, come si è accennato accadere per gli atti che determinano il superamento della soglia limite fissata dalla clausole di contingentamento e di scaglionamento).

Così potranno essere dedotti in condizione – oltre che eventi riconducibili a situazioni di mercato o ai risultati dell'impresa ovvero accadimenti che incidono sull'organizzazione o sull'assetto proprietario dell'ente – anche *circostanze direttamente inerenti le persone dei soci*<sup>172</sup>.

Si noti che il grado di personalizzazione conseguente all'introduzione di clausole che condizionano – sospensivamente o risolutivamente – il diritto di voto al verificarsi di accadimenti che concernono profili individuali del socio, è diverso e potenzialmente più significativo di quello conseguente all'introduzione dei meccanismi del tetto massimo e del voto scalare. In quest'ultimi casi, infatti, la sospensione o la limitazione del diritto di voto è indissolubilmente legata al numero delle azioni possedute, analogamente a quanto accade nell'ambito dei diritti di quota<sup>173</sup>; nel caso del voto condizio-

---

<sup>169</sup> Si v. *infra* § 5.4.

<sup>170</sup> A. ANGELILLIS - M.L. VITALI, *sub art. 2351, cit.*, 424. In generale, sulla condizione nel contratto si v., per tutti, A. FALZEA, voce *Condizione* (dir. civ.), in *Enc. giur. Treccani*, VII, Roma, 1988, 1 ss.

<sup>171</sup> Così G.P. LA SALA, *Principio capitalistico...*, *cit.*, 78 ss.

<sup>172</sup> A. ANGELILLIS - M.L. VITALI, *sub art. 2351, cit.*, 429, che propongono, ad esempio, «il fatto di conferire alla società *assets* strategici entro un determinato arco temporale».

<sup>173</sup> Fatta eccezione per la circostanza che, nel caso dei diritti di quota, al raggiungimento della soglia limite, viene riconosciuta una prerogativa giuridica, nel caso del contingentamento e dello scaglionamento, invece, viene limitata o inibita.

nato, invece, l'attivazione o l'inibizione del potere di *voice* potrebbe essere slegata da un rapporto di correlazione con la misura del possesso azionario, potendo dipendere esclusivamente dalla sussistenza di situazioni personali *diverse*, preventivamente individuate in statuto.

Occorre, a questo punto, chiedersi se il voto condizionato possa caratterizzare tutte le azioni emesse dalla società o se l'operatività dell'istituto debba essere necessariamente relegata all'interno della categoria azionaria, come d'altronde sembra presupporre l'art. 2351 secondo comma c.c.; domanda che merita attenzione perché avrà modo di riproporsi – in termini sostanzialmente analoghi ma con esiti differenti – in tema di prerogative patrimoniali.

La risposta al quesito non risulta per nulla scontata.

Valorizzando la riconducibilità del tetto massimo e del voto scalare al *genus* delle azioni a voto condizionato, si potrebbe concludere che il voto condizionato possa caratterizzare la totalità delle azioni emesse, anche quando l'evento dedotto in condizione non coincida con il raggiungimento da parte dei soci di determinate aliquote del capitale sociale, ma si sostanzialmente in altre situazioni personali dell'azionista indipendenti dal possesso azionario<sup>174</sup>.

Mi pare, tuttavia, che l'evento dedotto in condizione, sospensiva o risolutiva che sia, per poter caratterizzare la totalità delle azioni emesse, dovrebbe permettere di scongiurare che, nel caso concreto, l'assemblea risulti paralizzata nel suo funzionamento, come si verificherebbe se tutte le azioni vedessero inibita la propria capacità deliberativa<sup>175</sup>.

Se l'evento condizionante non consentisse di avere certezza in ordine alla persistente capacità deliberativa dell'assemblea, dovrebbe probabilmente concludersi per la sua inidoneità a connotare tutte le azioni emesse dalla società<sup>176</sup>.

Ciò nonostante, chi con maggior approfondimento ha indagato la questione – pur non interrogandosi espressamente sul tema della possibile paralisi dell'organo assembleare – conclude per l'astratta sottoponibilità del diritto di voto di tutte le azioni al medesimo evento condizionante (indipendente dalla misura del possesso azionario), e propone quale fattispecie esemplificativa clausole statutarie che impongono delle limitazioni del diritto di voto destinate a venir meno decorso un certo lasso temporale dalla sot-

---

<sup>174</sup> Come è propenso a ritenere G.P. LA SALA, *Principio capitalistico...*, cit., 183 ss.

<sup>175</sup> Come accadrebbe nel caso in cui l'evento alla verifica del quale il voto è subordinato non si verificasse per nessuna azione, ovvero, al contrario, nel caso in cui l'evento alla verifica del quale il voto è risolutivamente condizionato si concretasse per tutte le azioni emesse dalla società

<sup>176</sup> Rischio che risulta scongiurato nell'ipotesi in cui sia il voto plurimo, financo caratterizzante la totalità delle azioni dell'emittente, ad essere condizionato. In tal caso, non sussiste il rischio di paralisi dell'assemblea poiché è l'incremento del diritto di voto ad essere condizionato e non la capacità deliberativa *normale* delle azioni.

toscrizione oppure dall'acquisto delle azioni, prodigandosi altresì di individuare gli effetti positivi che dall'introduzione di queste deriverebbero<sup>177</sup>.

Ad ogni modo, a prescindere dalla delicata questione che precede<sup>178</sup>, per quel che ai fini dell'indagine maggiormente rileva, occorre sottolineare che l'art. 2351, comma secondo, c.c., introducendo nell'ordinamento societario le categoria tipica di azioni a voto condizionato, induce ad una *significativa dilatazione del concetto di uguaglianza azionaria*.

La sottoposizione di tutte le azioni alla medesima situazione astratta, subordinante il voto, risulta essere, nell'ottica del legislatore, presupposto sufficiente per soddisfare il canone dell'uguaglianza all'interno della categoria, nonostante l'eterogeneo atteggiarsi della condizione – cioè della possibile integrazione dell'evento condizionante da parte di solo alcuni soci – postuli la potenziale coesistenza nello stesso momento di azioni votanti e non votanti nell'ambito della medesima categoria di appartenenza.

Ciò significa che «l'uguaglianza va apprezzata sul piano dell'identità di fattispecie condizionante e non su quello della contingente presenza del voto»<sup>179</sup>.

Il principio di uguaglianza delle azioni non risulterebbe violato bensì rimodulato dall'introduzione di sistemi non proporzionali di distribuzione del voto poiché il medesimo evento condizionante investirebbe allo stesso modo ogni singola azione emessa dalla società; ciò starebbe a significare che l'uguaglianza azionaria andrebbe valutata con riguardo all'identità della situazione obiettiva, astratta e potenzialmente riferibile ad ogni socio dotata in condizione.

Giunti a tali conclusioni vagliando, nel contesto della società azionaria chiusa, il primario diritto amministrativo, occorre verificare se le medesime possano essere validamente estese ai diritti sociali patrimoniali.

Si volgerà ora l'attenzione ad una disposizione di recente introduzione che parrebbe confermare, e financo sviluppare, la predetta ricostruzione: l'art. 127-*quater* T.U.F.

#### **4. Clausole di maggiorazione del dividendo.**

L'art. 127-*quater* T.U.F.<sup>180</sup> – introdotto dal d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27, in attuazione della c.d. direttiva *Shareholders' Rights*, e successivamente

---

<sup>177</sup> Il riferimento è nuovamente a G.P. LA SALA, *Principio capitalistico...*, cit., 186 ss.

<sup>178</sup> In relazione alla quale potrebbe propendersi per la soluzione affermativa almeno qualora siano adottati meccanismi statuari “di salvaguardia” volti a scongiurare la possibilità che l'organo assembleare risulti paralizzato ovvero qualora, al verificarsi dell'evento dedotto in condizione, non sia il diritto di voto ad essere inibito bensì il suo peso deliberativo ad essere ridotto.

<sup>179</sup> G.P. LA SALA, *Principio capitalistico...*, cit., 93.

<sup>180</sup> Similmente a quanto accade nell'ordinamento francese, ove l'art. L. 232-14 del *Code de Commerce* dispone che «[u]ne majoration de dividendes dans la limite de 10 % peut être attribuée par des statuts à tout actionnaire qui justifie, à la clôture de l'exercice, d'une inscription nominative depuis deux ans au moins et du maintien de celle-ci à la date

te modificato dal d.lgs. 18 giugno 2012, n. 91 – consente l'introduzione negli statuti delle società le cui azioni sono negoziate in mercati regolamentati di una clausola secondo la quale ad ogni azione che venga continuamente posseduta dall'azionista per un determinato periodo di tempo compete una maggiorazione del dividendo rispetto a quello distribuito alle altre azioni<sup>181</sup>.

La disposizione ha cura di precisare che le azioni a cui si applica il beneficio patrimoniale della maggiorazione del dividendo non costituiscono

---

*de mise en paiement du dividende. Son taux est fixé par l'assemblée générale extraordinaire. Dans les sociétés dont les titres de capital sont admis aux négociations sur un marché réglementé, le nombre de titres éligibles à cette majoration de dividendes ne peut excéder, pour un même actionnaire, 0,5% du capital de la société. La même majoration peut être attribuée, dans les mêmes conditions en cas de distribution d'actions gratuites. Cette majoration ne peut être attribuée avant la clôture du deuxième exercice suivant la modification des statuts».* L'introduzione della norma nell'ordinamento francese – ad opera della loi n. 94-578 del 12 luglio 1994 – è stata spinta dall'iniziativa di alcuni emittenti che, sebbene nell'assenza di un'esplicita base normativa, avevano statutariamente previsto il riconoscimento di un *dividende majoré* agli azionisti fedeli. Sul punto, F. PELTIER, *L'attribution d'un dividende majoré à l'actionnaire stable*, in *Bull. Joly Sociétés*, 1993, 551; F. POLLAUD-DULIAN, *La querelle du dividende majoré, un aspect du principe d'égalité dans le droit des sociétés cotées en bourse*, in *JCP G*, 1993, II, 3697; P. ENGEL – P. TROUSIÈRE, *La prime de fidélité aux actionnaires par attribution d'une majoration de dividendes*, in *JCP E*, 1995, II, 433; Y. GUYON, *La loi du 12 juillet 1994 sur le dividende majoré*, in *Rev. soc.*, 1995, II- III, 1 ss.

Nei Paesi Bassi la figura del dividendo-fedeltà non è espressamente regolata. Cionondimeno, nel biennio 2006-2007, un interessante caso giurisprudenziale ha attirato l'attenzione degli interpreti. L'organo amministrativo della società Kroninklijke DSM NV propose di introdurlo nel proprio statuto sociale, generando la forte opposizione degli investitori istituzionali che riuscirono a porre freno all'iniziativa. Una sintesi del caso e delle pronunce giurisprudenziali che ne scaturirono sono rinvenibili in L. LENNARTS – M. KOPPERT-VAN BEEK, *Loyalty Dividend and the EC Principles of Equal Treatment of Shareholders*, in *European Company Law*, 2008, 5, 173 ss.

<sup>181</sup> La clausola patisce diverse limitazioni legali: (i) il periodo di durata del possesso continuativo non può essere inferiore a un anno o al minor periodo intercorrente tra due date consecutive di pagamento del dividendo annuale; (ii) la maggiorazione non può eccedere la misura del 10% del dividendo distribuito alle altre azioni; (iii) il beneficio non può essere riconosciuto alle azioni, detenute direttamente o indirettamente (per il tramite di fiduciari, di società controllate o per interposta persona) dal medesimo titolare, che eccedano l'aliquota di partecipazione al capitale sociale pari allo 0,5% e (iv) il beneficio non può essere riconosciuto alle azioni che durante il suddetto periodo (a) siano state possedute da chi abbia esercitato, anche temporaneamente, un'influenza dominante, individuale o congiunta con altri soci tramite un patto parasociale di cui all'art. 122 T.U.F., ovvero un'influenza notevole sulla società o (b) che siano state conferite, anche temporaneamente, a un patto parasociale previsto dall'art. 122 T.U.F. che nel medesimo periodo temporale o parte di esso, abbia avuto ad oggetto una partecipazione complessiva superiore a quella indicata nell'articolo 106, comma primo, T.U.F.

Ulteriori limiti di operatività dell'istituto possono essere stabiliti statutariamente: la norma, infatti, concede la facoltà di innalzare il periodo minimo di possesso continuativo necessario per ottenere il beneficio patrimoniale (pari ad un anno ovvero al minor periodo intercorrente tra le due date di pagamento del dividendo annuale) e di ridurre sia la misura massima del dividendo maggiorato distribuibile (pari al 10% del dividendo ordinario distribuito) sia l'aliquota massima del capitale sociale per la quale il beneficio può essere riconosciuto (pari allo 0,5% del capitale). Inoltre, è possibile prevedere che lo statuto subordini l'assegnazione del dividendo maggiorato a «condizioni ulteriori». Per la legittimità del dividendo-fedeltà ben prima dell'attuazione della direttiva *Shareholders' Rights* si v., P. SFAMENI, *Azioni di categoria...*, cit., 183 ss.; ID., *sub art. 2350*, cit., 295 ss.



una categoria di azioni ai sensi dell'articolo 2348 del codice civile, il che, naturalmente, vale quando la regola statutaria si applica indistintamente a tutte le azioni; cionondimeno potrebbe prevedersi che tale regola interessi esclusivamente una parte di esse, con la conseguente genesi di una categoria azionaria<sup>182</sup>.

L'istituto – che allo stato non risulta trovare spazio in nessuno statuto sociale di emittenti quotati<sup>183</sup> – è stato accolto dalla maggioranza dei primi commentatori con giudizi severi<sup>184</sup>, motivati da diversi argomenti.

Innanzitutto, si è posto in luce che lo stesso sarebbe incompatibile sia con i *contenuti* della direttiva, ove effettivamente non ve n'è traccia, sia con la *ratio* della medesima – *l'incentivazione alla partecipazione e all'esercizio dei diritti sociali degli azionisti di società quotate* – tant'è che da alcuni è stata paventata l'illegittimità costituzionale della disposizione per eccesso di delega<sup>185</sup>.

In senso parzialmente diverso, pur sottolineando la non immediata riconducibilità della disposizione alla finalità precipua della direttiva 2007/36/CE, è stato individuato un «tenue nesso» tra la maggiorazione del dividendo e l'art. 3 della medesima ove consente agli stati membri «di adottare ulteriori misure intese ad agevolare l'esercizio, da parte degli azionisti, dei diritti indicati nella [...] direttiva». In quest'ottica, si è osservato che la norma si giustificerebbe nella misura in cui concretamente si traduca in strumento idoneo ad agevolare la partecipazione e il voto degli azionisti, e ciò potrebbe accadere – piuttosto che mediante la pedissequa introduzione

---

<sup>182</sup> Nel senso del testo, G.A. RESCIO, *Clausole di maggiorazione del dividendo nell'evoluzione del sistema delle società azionarie*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali*. Studi in onore di Giovanni E. Colombo, Torino, 2011, 285; R. CUGNASCO, *La maggiorazione del dividendo nelle società quotate*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 957 ss., il quale ritiene che «la creazione di una categoria azionaria *ad hoc* ritagliata sul meccanismo dell'art.127-*quater* dovrà sottostare ai limiti ivi espressi». *Contra*, M. STELLA RICHTER JR., *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 99 (dal quale si cita) e in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti*. Liber discipulorum, Milano, 2011, che esclude la possibilità di configurare una categoria azionaria caratterizzata dal “*prime de fidelité*” sulla base del disposto del terzo comma dell'art. 127-*quater* T.U.F.

<sup>183</sup> A differenza di quanto avviene nella Repubblica Francese dove la clausola è adottata da diversi emittenti, tra i quali Société d'Emboutissage de Bourgogne (SEB), Crédit Agricole, Electricité de France (EDF), Air Liquide e l'Oréal.

<sup>184</sup> Si vedano, ad esempio, le dure conclusioni di M. STELLA RICHTER JR., *I troppi problemi...*, *cit.*, 105 – pienamente condivise da N. DE LUCA, *Premi di fedeltà ed uguaglianza tra azionisti: riflessioni sull'art. 127-*quater* t.u.f.*, in *RDS*, 2012, I, 42 – secondo il quale ci si troverebbe di fronte «l'ennesimo esemplare giuridico creato dal legislatore senza che esso fosse realmente richiesto dalla pratica degli affari e senza che esso fosse tanto meno affinato attraverso le esperienze pratiche».

<sup>185</sup> In questi termini si sono espressi N. ATLANTE-M. STELLA RICHTER JR., *Il recepimento in Italia della direttiva sui diritti degli azionisti e le modificazioni statutarie conseguenti*, Studio n. 62-2010/I, in CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO, *Studi e materiali*, 2010, 450; dubbi ribaditi in M. STELLA RICHTER JR., *I troppi problemi...*, *cit.*, 92 ss.; R. CUGNASCO, *La maggiorazione del dividendo...*, *cit.*, 922, il quale definisce l'art. 127-*quater* T.U.F. un “corpo estraneo” all'impianto della direttiva comunitaria. Ricorda, tuttavia, G.A. RESCIO, *Clausole di maggiorazione...*, *cit.*, 286, che «soprattutto dalla riforma del diritto societario del 2003 in avanti, le accuse di eccesso di delega nel diritto societario sono tanto frequenti quanto in fatto inascoltate».

della clausola di maggioranza nella sua versione di *default* – valorizzando l’opportunità, normativamente riconosciuta, di delineare «condizioni ulteriori» (oggettive e tali da evitare valutazioni discrezionali degli organi sociali) al verificarsi delle quali subordinare la fruizione della maggioranza.

In altri termini, si è messo in luce che la coerenza della norma con l’impianto della direttiva potrebbe essere “recuperata” rimettendo all’autonomia statutaria l’individuazione di condizioni che subordinano il riconoscimento del diritto di preferenza sull’utile ad un’effettiva partecipazione attiva alla dinamica assembleare e/o pre-assembleare, e ciò con il vantaggio di affidare direttamente agli emittenti l’individuazione del concreto comportamento dell’azionista da incentivare<sup>186</sup>.

Invero, la clausola – nella sua versione legale – mirando alla fidelizzazione del piccolo azionista, non premia l’attivismo ma la semplice stabilità dell’azionariato di minoranza<sup>187</sup>, determinando secondo alcuni autori una negativa riduzione del grado di contendibilità degli emittenti italiani – notoriamente già caratterizzati da assetti proprietari fortemente concentrati – e così del mercato del controllo societario<sup>188</sup>.

In effetti – il dato è incontestabile – è evidente che tale beneficio patrimoniale compete anche a chi dimostri un totale disinteresse verso le dinamiche sociali ma comunque rispetti il periodo minimo di possesso aziona-

---

<sup>186</sup> Così G.A. RESCIO, *Clausole di maggioranza...*, cit., 286 ss.; 289 ss. Di diverso avviso M. STELLA RICHTER JR., *I troppi problemi...*, cit., 102 ss., il quale sottolinea che la possibilità di subordinare la maggioranza a condizioni ulteriori svolgerà un ruolo «molestissimo se non anche irrilevante» nella configurazione dell’istituto, a ragione dello scarso interesse degli emittenti ad incoraggiare la partecipazione dei piccoli azionisti alle assemblee e della potenziale incompatibilità della previsione con l’art. 92 T.U.F., nel senso che non potrebbero considerarsi condizioni “non identiche” – come tali suscettibili di legittimare trattamenti diversi – «quelle che attengono all’apprezzamento della attività svolta dal socio».

<sup>187</sup> M. STELLA RICHTER JR., *I troppi problemi...*, cit., 90; G.A. RESCIO, *Clausole di maggioranza...*, cit., 287 ss.; ID., *sub art. 127-quater*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, II, Torino, 2012, 1783; N. DE LUCA, *Maggiorazione del dividendo o parità di trattamento: quale regola è più gradita ai mercati finanziari?*, presentato in occasione del convegno “Le clausole generali del Diritto Commerciale e Industriale”, Roma 11-12 febbraio 2011, e disponibile su [www.orizzontideldirittocommerciale.net](http://www.orizzontideldirittocommerciale.net), 2.

<sup>188</sup> M. STELLA RICHTER JR., *I troppi problemi...*, cit., 105. Ad ogni modo, può osservarsi che nell’attuale contesto storico non sembra che il legislatore reputi la mobilità del controllo un valore da perseguire ad ogni costo, mi pare che depongano in tal senso alcune recenti modifiche al T.U.F. introdotte dal D.L. 24 giugno 2014, n. 91 (convertito, con modificazioni, dalla L. 11 agosto 2014, n. 116), tra le quali sono certamente da annoverarsi, il voto maggiorato (art. 127-*quinques* T.U.F.), che incentiva la stabilizzazione dell’azionariato *long-term* (sul quale, v. P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, in *Riv. soc.*, 2015, II - III, 448 ss.), nonché la previsione della sopravvivenza *post-IPO* delle azioni a voto plurimo emesse in epoca precedente alla quotazione (art. 127-*sexies* T.U.F.), che favorisce l’accesso al mercato del capitale di rischio poiché permette all’azionista di riferimento di aumentare il flottante ma al contempo di mantenere il controllo dell’ente, come verificatosi nel caso della società F.I.L.A. S.p.A., attualmente quotata sul MTA. Tale società ha emesso azioni a voto plurimo prima della quotazione in borsa, avvenuta “indirettamente” per mezzo dell’incorporazione in Space S.p.A., *Special Purpose Acquisition Company* precedentemente quotata sul MIV; azioni a voto plurimo mantenute in forza dell’art. 127-*sexies*, secondo comma, primo periodo, T.U.F. e dalla mancata adozione dell’*opt-out* previsto dal secondo periodo, lett. b), del medesimo comma.

rio fissato statutariamente, potendo di fatto tradursi in un *premio all'indolenza dell'azionista*.

A dire il vero, lo spirito che ha animato il legislatore italiano nell'introduzione della disposizione pare essere il potenziamento delle prerogative degli azionisti di lungo periodo al fine di contrastare l'eccessivo *short-termism* che contraddistingue attualmente il mercato dei capitali<sup>189</sup>, così ponendosi in linea di continuità sia con le istanze provenienti dalla Commissione europea<sup>190</sup> sia con esperienze normative straniere, volte a stemperare il medesimo rischio<sup>191</sup>.

Peraltro, una nitida conferma di tale indirizzo di politica legislativa può desumersi dalla recente introduzione dell'istituto del voto maggiorato (art. 127-*quinques* T.U.F.), per molti versi speculare a quello in analisi, che consente agli statuti degli emittenti quotati di disporre che sia attribuito voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi a decorrere dalla data di iscrizione nell'apposito elenco tenuto dalla Consob.

Lascia comunque perplessi, anche tenendo conto della finalità di potenziare le prerogative dell'azionariato *long-term*, la scelta operata dal legislatore in merito all'entità della partecipazione oltre la quale la maggiorazione del dividendo non è riconosciuta<sup>192</sup>.

La fissazione della soglia limite all'aliquota dello 0,5% del capitale sociale, infatti, oltre a scoraggiare gli investitori istituzionali dall'assunzione di partecipazioni qualificate<sup>193</sup> e così, di conseguenza, a vanificare, o quantomeno a rendere meno efficace, il loro auspicato ruolo di *corporate monitoring*<sup>194</sup> – ruolo che chiaramente la direttiva vorrebbe incentivare – contra-

---

<sup>189</sup> Sul punto, si v. N. DE LUCA, *Maggiorazione del dividendo...*, cit., A. SACCO GINEVRI, *L'attribuzione di diritti particolari agli azionisti di lungo termine in una prospettiva comparata*, in *RDS*, 2012, II, 231 ss.; E. MARCHISIO, *La maggiorazione del dividendo. Art. 127-quarter TUF*, in *Riv. dir. impr.*, 2013, 291 ss.

<sup>190</sup> Manifestate prima nel *Green Paper – The EU corporate governance framework* del 2011 e successivamente nel *Green Paper - Long-term financing of the European economy* del 2013 ove è stato affermato: «*ideas have also been advanced to encourage greater long-term shareholder engagement, which could be subject to further consideration, such as analysing the possibility of options around granting increased voting rights or dividends to long-term investors*». Per un quadro generale, J. DELVOIE – C. CLOTTENS, *Accountability and short-termism: some notes on loyalty shares*, in *Law and Financial Markets Review*, 2015, vol. 9, 1, 19 ss.

<sup>191</sup> Per una rassegna degli strumenti volti alla fidelizzazione dell'azionariato adottati in altri ordinamenti si v. A. SACCO GINEVRI, *L'attribuzione di diritti particolari...*, cit., 231 ss nonché J. DELVOIE – C. CLOTTENS, *Accountability and short-termism...*, cit., 20 ss.

<sup>192</sup> Proprio su questo punto è interessante notare che le Commissioni parlamentari della Camera dei deputati (Commissioni Riunite II e IV) con il parere del 3 dicembre 2009 avevano invitato il Governo a valutare, *inter alia*, di attribuire la maggiorazione nei limiti del quantitativo massimo di azioni pari al 2% del capitale sociale.

<sup>193</sup> M. STELLA RICHTER JR., *I troppi problemi...*, cit., 91; E. MARCHISIO, *La maggiorazione...*, cit., 292 ss.

<sup>194</sup> Sul punto si v. R. COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1988, I, 313 ss., D. PREITE, *Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società*

sterebbe anche con la finalità di stimolare il loro investimento di lungo corso.

Gli investitori istituzionali, non potendo beneficiare della maggiorazione del dividendo per l'intera partecipazione detenuta nell'emittente, non raramente superiore alla predetta aliquota, è razionale che saranno indotti a prediligere l'investimento in titoli che assicurino buone *performances* nel breve periodo, imponendo conseguentemente agli organi amministrativi degli emittenti stessi, al fine di attrarre capitali, il sacrificio di politiche funzionali allo sviluppo nel lungo termine<sup>195</sup>.

Al di là dei molteplici problemi che l'istituto solleva<sup>196</sup>, il punto veramente centrale ai fini del presente lavoro e sul quale si intende perciò focalizzarsi, è l'impatto sistematico dell'introduzione dell'istituto stesso sull'ordinamento societario.

Da più parti è stato affermato che la maggiorazione del dividendo introduce un elemento personalistico nella disciplina della società azionaria<sup>197</sup>, nonostante sia letteralmente attribuito all'azione e non all'azionista<sup>198</sup>.

Si osserva, *in primo luogo*, che il diritto alla maggiorazione, pur caratterizzando ogni azione in circolazione, subisce una limitazione qualora il possesso azionario del socio superi la soglia fissata statutariamente (come già ricordato pari o inferiore all'aliquota dello 0,5% del capitale sociale dell'emittente).

---

*per azioni*, in *Riv. soc.*, 1993, 476 ss.; F. VELLA, *Attivismo degli investitori istituzionali e riforma del diritto societario*, in *Banca impr. soc.*, 1998, 363 ss.; L. ENRIQUES, *Nuova disciplina delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali: fatti e prospettive alla luce dell'esperienza anglosassone*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 680 ss.; A. GAMBINO, *Tutela delle minoranze*, in *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, 136 ss.; R. LENER, *I gestori di patrimoni come centro di aggregazione di piccoli azionisti*, in AA. VV., *Assemblea degli azionisti e nuove regole del governo societario*, Padova, 1999, 189; A. IRACE, *Il ruolo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate*, Milano, 2001, *passim*; M. BIANCHI-L. ENRIQUES, *Corporate Governance in Italy after the 1998 Reform: What Role for Institutional Investors?*, in *Quaderni di finanza della Consob*, n. 43, 2001; P. MONTALENTI, *Amministrazione, controllo, minoranze nella legge sul risparmio*, in *Riv. soc.*, 2006, 99; V. CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari e corporate governance*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 867 ss.; nel contesto statunitense si v. invece J. MACEY, *Institutional Investors and Corporate Monitoring: A Demand-Side Perspective*, in *Manage. Decis. Ecom.*, 1998, 18, 601 ss.; ID., *Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken*, Princeton-Oxford, 2008, 244 ss.; R. ROMANO, *Less is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance*, in *Yale J. on Reg.*, 2001, 18, 174 ss.

<sup>195</sup> Cfr. A. SACCO GINEVRI, *L'attribuzione di diritti particolari...*, *cit.*, 239 ss.

<sup>196</sup> E per l'analisi dei quali si rimanda ai contributi citati nelle note precedenti.

<sup>197</sup> G.A. RESCIO, *Clausole di maggiorazione...*, *cit.*, *passim*; M. STELLA RICHTER JR., *I troppi problemi...*, *cit.*, 103; N. DE LUCA, *La nuova disciplina...*, *cit.*, 260. Condivisibile, come si vedrà nel prosieguo, risulta l'annotazione di R. CUGNASCO, *La maggiorazione del dividendo...*, *cit.*, 934 ss. secondo il quale «non sembra tuttavia che una clausola siffatta possa davvero costituire un «criterio soggettivo» nella distribuzione dell'utile poiché [...] anche se legata alla sfera soggettiva del socio, operando quale criterio indifferenziato ed oggettivo essa si mantiene rigorosamente sul piano del «sociale» e non sconfinando nel piano «parasociale» dei diritti soggettivi riconosciuti ai singoli azionisti».

<sup>198</sup> Lo sottolinea G.A. RESCIO, *Clausole di maggiorazione...*, *cit.*, 285 ss. e lo ribadisce R. CUGNASCO, *La maggiorazione del dividendo...*, *cit.*, 931, nt. 36.

Emerge quindi, anche in tale contesto, l'elemento personalistico della misura della partecipazione detenuta dal socio.

Tale caratteristica dell'istituto evoca il meccanismo del voto contingentato, ove al raggiungimento di una determinata soglia partecipativa viene inibita la capacità deliberativa delle azioni eccedenti detenute dal medesimo azionista. *Mutatis mutandis*, nel caso del dividendo maggiorato, verificatosi il presupposto di durata del possesso azionario (e, è forse banale ricordarlo, intervenuta la deliberazione dell'assemblea ordinaria avente ad oggetto la distribuzione dell'utile di esercizio o dell'utile portato a nuovo<sup>199</sup>), la maggiorazione, astrattamente spettante ad ogni azione, compete solamente fino a concorrenza dell'aliquota-soglia fissata statutariamente ed è inibita per le azioni eccedenti la soglia medesima.

Come già in precedenza osservato, tuttavia, la rilevanza giuridica di tale elemento personalistico non risulta dirompente: nell'ordinamento societario sono infatti rinvenibili diversi esempi di diritti sociali che vengono riconosciuti o inibiti al raggiungimento di determinate soglie partecipative; detto elemento non impatta poi sul principio di eguaglianza, essendo pur sempre il numero delle azioni detenute dal medesimo azionista a determinare una differenziazione nell'attribuzione del diritto alla maggiorazione.

*In secondo luogo*, si è osservato che la personalizzazione risulta ben più significativa, là dove la maggiorazione del dividendo risulta collegata alla durata del possesso azionario del socio e alla posizione "non influente" rivestita dal medesimo negli assetti proprietari dell'ente nonché alle eventuali «condizioni ulteriori» delineate dallo statuto<sup>200</sup>.

Anche in questo caso riecheggiano le previsioni dell'art. 2351 c.c., ove si consente la subordinazione del diritto di voto a condizioni non meramente potestative, che, secondo l'opinione di chi scrive, come già manifestato nel paragrafo precedente, nulla vieta possano estrinsecarsi in elementi riconducibili direttamente alla persona dell'azionista (e quindi pure alla durata del possesso azionario).

Ma l'innovazione indiscutibile che la disposizione in analisi introduce nell'ordinamento è il riconoscimento della piena legittimità di clausole statutarie che *senza ricorrere alla creazione di categorie di azioni* consentono di modulare i diritti sociali patrimoniali alla verifica di determinati accadimenti, oggettivamente individuati, ma pur sempre riconducibili a caratteristiche personali dell'azionista.

Benché entrambi testimonino l'emersione di profili personalistici nella società azionaria, è evidente la differenza, foriera di ricadute sistematiche, esistente tra l'istituto del dividendo maggiorato e quello del voto condizionato, almeno nelle rispettive versioni legali: il primo si applica indistintamente a tutte le azioni in cui è suddiviso il capitale dell'emittente, non de-

---

<sup>199</sup> Sempre che si reputi sussistente il diritto alla maggiorazione anche per gli utili accantonati, come sarei propenso a ritenere.

<sup>200</sup> G.A. RESCIO, *Clausole di maggiorazione...*, cit., 282.

terminando di conseguenza la creazione di una categoria azionaria<sup>201</sup>, mentre il secondo si applica – nei limiti quantitativi stabiliti dal secondo comma dell’art. 2351 c.c. – solamente ad una parte di tutte le azioni in cui è suddiviso il capitale dell’emittente, determinando *de plano* la nascita di una categoria azionaria<sup>202</sup>.

Nel caso in esame, tutte le azioni – a prescindere dall’eventuale categoria di appartenenza – possono vedersi riconosciuto un beneficio al verificarsi di determinate situazioni del titolare, diverse ed ulteriori rispetto al raggiungimento di una determinata misura partecipativa.

Si è detto quindi che la disposizione in analisi sottoporrebbe il principio di eguaglianza (relativa) delle azioni ad una evidente “tensione”<sup>203</sup>, idonea, a parere di chi scrive, a dettarne la rilettura.

*La sottoposizione di tutte le azioni – a prescindere dall’eventuale appartenenza a categorie – al medesimo requisito della durata del possesso azionario (e, eventualmente, ad identiche «condizioni ulteriori») è per il legislatore presupposto idoneo a soddisfare il canone dell’uguaglianza azionaria nell’attribuzione di diritti patrimoniali, nonostante la potenziale coesistenza nello stesso momento di azioni che beneficiano e non beneficiano della maggiorazione del dividendo, perché il relativo titolare integra o non integra il presupposto del periodo di possesso.*

Ciò significa che l’uguaglianza si misura in questo caso sul piano dell’identità di presupposti soggettivi che determinano il riconoscimento all’azione della maggiorazione del dividendo.

Similmente a quanto osservato in tema di voto condizionato – ma in senso più ampio stante l’applicazione indifferenziata dell’istituto alla totalità delle azioni emesse dalla società – *l’uguaglianza azionaria andrebbe valutata con riguardo all’identità della situazione obiettiva, astratta e potenzialmente riferibile ad ogni socio la cui sussistenza in capo al singolo determina l’attribuzione del beneficio patrimoniale.*

Non risulta quindi condivisibile la diffusissima opinione secondo la quale solo il numero di azioni o la loro appartenenza a categorie di azioni costituirebbero legittimo criterio di differenziazione tra gli azionisti nella

---

<sup>201</sup> Per altro verso, alcuni autori si sono interrogati sulla possibilità di prevedere che la maggiorazione del dividendo operi solo ed esclusivamente per una o più categorie azionarie in cui è suddiviso il capitale sociale dell’emittente quotato. Rispondono affermativamente all’interrogativo: G.A. RESCIO, *Clausole di maggiorazione...*, cit., 285, ID., *sub art. 127-quater*, cit., 1787; S. NOCELLA, *sub art. 127-quarter. Maggiorazione del dividendo*, in *Commentario al d.lg. 27 gennaio 2010, n. 27*, a cura di G. Guerrieri, in *Nuove Leggi civ. comm.*, 2011, 718; R. CUGNASCO, *La maggiorazione del dividendo...*, cit., 961; E. MARCHISIO, *La maggiorazione...*, cit., 317.

<sup>202</sup> La differenza svanisce qualora si acceda alla teoria, precedentemente accennata, secondo la quale la sottoposizione del voto a condizione oggettive non meramente potestative potrebbe caratterizzare la totalità delle azioni emesse dalla società; teoria sulla quale si sono però appuntate perplessità sostanzialmente riconducibili alle eventuali disfunzionalità, o addirittura all’eventuale paralisi, che l’assemblea dei soci potrebbe subire in presenza di clausole siffatte.

<sup>203</sup> G.A. RESCIO, *Clausole di maggiorazione...*, cit., 282.

determinazione della misura dei diritti sociali, mentre ogni altro criterio di differenziazione – e tra questi clausole che subordinano l’attribuzione di un beneficio patrimoniale alla verifica di situazioni obiettive, astratte e potenzialmente riferibili ad ogni socio – sarebbe illegittimo per contrarietà al principio di eguaglianza degli azionisti<sup>204</sup>.

Verificato che l’introduzione dell’istituto del dividendo maggiorato induce ad una dilatazione del principio di uguaglianza nella società azionaria quotata, occorre vagliare l’estendibilità di tale conclusione alla società azionaria chiusa, se del caso con gli opportuni adattamenti.

In altri termini, è necessario stabilire se l’art. 127-*quater* rappresenti un’eccezione, ammessa per la sola società quotata, ad un divieto vigente per l’azionaria chiusa o se, al contrario, tale disposizione si prefigga solamente l’imposizione di alcuni limiti agli emittenti quotati per poter fare ricorso alla maggiorazione del dividendo che dunque potrebbe essere introdotto senza limitazioni negli statuti delle società con azioni non quotate.

Secondo un Autore, l’istituto – che sarebbe dotato di «una fortissima carica “eversiva” dell’intero sistema delle società azionarie» dal momento che riconosce rilevanza giuridica a situazioni eminentemente soggettive dell’azionista – troverebbe applicazione alla sola società azionaria quotata poiché «il generale carattere tipologico delle società azionarie, per cui la partecipazione è pensata in termine di antecedente logico rispetto alla persona del socio, [imporrebbe] la espressa previsione legislativa tutte le volte che si voglia dare rilevanza alla persona del socio ai fini della alterazione dello statuto legale di quel tipo sociale»<sup>205</sup>.

Su tale opinione si deve tuttavia dissentire.

*In primo luogo*, e da un punto di vista epistemologico, può osservarsi che postulare la valenza sovversiva della norma e così la sua incompatibilità con il sistema della società per azioni pare presupporre un approccio che reputa il sistema stesso un dato precostituito con il quale misurare la conciliabilità di norme di nuova introduzione piuttosto che un insieme di regole *in divenire*, la cui ricostruzione è rimessa all’attività sistematoria del giurista. In altre parole, pare a chi scrive che il sistema debba essere ricostruito partendo dal dato normativo e non da principi sedimentati ma inconferenti con la disciplina vigente, come quello dell’assoluta irrilevanza della persona dell’azionista.

---

<sup>204</sup> Per tutti, G. D’ATTORRE, *Il principio di eguaglianza...*, cit., 105, ove ampi riferimenti.

<sup>205</sup> Così M. STELLA RICHTER JR., *I troppi problemi...*, cit., 103. Nello stesso senso N. DE LUCA, *Maggiorazione del dividendo...*, cit., 17, il quale domandandosi se sia legittimo derogare al principio di proporzionalità dei dividendi rispetto alla partecipazione posseduta, fuori dalla creazione di categorie azionarie speciali ed in mancanza di un presupposto di legge, come quello espresso all’art. 127-*quater*, risponde in senso negativo affermando – senza però motivare l’orientamento – che non può ritenersi «che il principio di proporzionalità dei dividendi alla quota di partecipazione sia disponibile».

*In secondo luogo*, si osservi che l'istituto del dividendo maggiorato non determina l'attribuzione di un beneficio *ad personam* – che sì, come si vedrà nel prosieguo, richiederebbe una previsione legislativa legittimante – ma rispetta pienamente il canone dell'impersonalità e dell'anonimato.

*In terzo luogo*, è stato efficacemente osservato che, se la disposizione consente il superamento di un «limite strutturale» nella società azionaria quotata, «sembra irrazionale e sistematicamente incoerente che nell'unicità del tipo esso non sia venuto meno anche nelle non quotate».<sup>206</sup>

Se l'ordinamento consente alle società quotate di derogare al principio di proporzionalità nell'attribuzione dei diritti patrimoniali senza la creazione di categorie azionarie speciali bensì riconoscendo rilevanza a circostanze soggettive relative ai singoli azionisti e così tollerando la coesistenza di azioni identiche che si vedono attribuito o non attribuito un diritto poziore per l'appunto dipendente dalla situazione del titolare, allora non si comprende per quale ragione si possa o si debba giungere ad una diversa conclusione per le società per azioni chiuse.

Del resto, la società per azioni quotata, pur soggetta ad una disciplina speciale particolarmente incisiva, è e rimane una società per azioni e risulterebbe perciò arduamente spiegabile perché un principio di vertice come quello dell'eguaglianza azionaria si atteggi diversamente nell'uno o nell'altro modello di società.

D'altronde di ciò si dimostra perfettamente consapevole anche il predetto Autore che propende per l'inapplicabilità dell'istituto del dividendo maggiorato alla società non quotata, quando rileva come sia chiaro che una interpretazione che volesse restituire al sistema una certa armonia e logica dovrebbe sicuramente far propendere per l'applicabilità dell'istituto del dividendo maggiorato anche alla società azionaria chiusa<sup>207</sup>.

*In quarto luogo*, si è messo in luce che sarebbe «assai singolare che una clausola statutaria, avente riflessi esclusivi sulla posizione giuridica dei soci, non sia lecita in una s.p.a. non quotata, mentre lo divenga nelle quotate ove la protezione dell'interesse del socio investitore viene più spesso sottratta alla disponibilità del suo titolare per essere irrigidita in opzioni imposte in via legislativa»<sup>208</sup>.

In altri termini, sarebbe insensato che sussistessero per la s.p.a. chiusa vincoli all'autonomia statutaria più stringenti di quelli sussistenti per la s.p.a. che si rivolge al mercato del capitale di rischio; come noto e come già emerso nell'introduzione di questo lavoro, è infatti pacifico che diminuendo la propensione al mercato della società e così riducendosi la schiera di *stakeholders* che con l'ente si relazionano, aumenta l'autonomia statutaria dei soci.

---

<sup>206</sup> G.A. RESCIO, *Clausole di maggiorazione...*, cit., 295.

<sup>207</sup> Così M. STELLA RICHTER JR., *I troppi problemi...*, cit., 103.

<sup>208</sup> G.A. RESCIO, *Clausole di maggiorazione...*, cit., *ibidem*.



Inoltre, se si aderisse all'orientamento qui criticato si giungerebbe al paradossale risultato per cui nelle società che non si rivolgono al mercato sarebbe possibile – senza la creazione di categorie azionarie speciali – dare rilevanza ad alcuni aspetti personalistici del socio (quale la misura della sua partecipazione) attraverso l'introduzione di clausole di contingentamento o scaglionamento del diritto di voto, come consentito dall'art. 2351, comma terzo, ma, allo stesso tempo, non si potrebbe attribuire rilevanza ad altri aspetti della medesima persona (quale la durata del suo possesso azionario) nella conformazione dei diritti patrimoniali<sup>209</sup>. Per altro verso, l'argomento a contrario è ulteriormente rafforzato dalla recente riscrittura dell'art. 2351, comma terzo, c.c. che non limita più alle società chiuse la possibilità di adottare il contingentamento e lo scaglionamento del voto. S'intende dire che, in un momento storico in cui si assottigliano le differenze tra società aperta e chiusa nell'attribuire rilevanza all'azionista-individuo, risulterebbe in netta controtendenza sostenere che l'istituto del dividendo maggiorato sia ad esclusivo appannaggio della società quotata.

E ancora, aderendo all'orientamento qui avversato, non sarebbe facilmente comprensibile perché l'incentivazione della partecipazione *long-term* sia reputata meritevole di tutela solamente nelle società per azioni quotate. Ciò detto, può dubitarsi dell'effettiva utilità di un meccanismo di fidelizzazione dell'azionariato nell'ambito delle società per azioni chiuse<sup>210</sup>, ma allo stesso tempo come si vedrà poco oltre, non è da escludersi che clausole statutarie che assoggettano alcune prerogative patrimoniali delle azioni al verificarsi di condizioni oggettive, predeterminate e potenzialmente riferibili ad ogni azionista perseguano interessi diversi ma nondimeno meritevoli di tutela<sup>211</sup>.

Ammessa quindi la legittimità anche nella società azionaria non quotata della clausola di maggiorazione del dividendo, occorre domandarsi se debbano essere rispettati i molteplici limiti enucleati dall'art. 127-*quater*, comma secondo, T.U.F.

Si anticipa sin d'ora che, a parere di chi scrive, i limiti dettati dalla disposizione in analisi appaiono coerenti solamente nel contesto delle società quotate<sup>212</sup>.

Si consideri la soglia-limite fino a concorrenza della quale il beneficio può essere accordato.

Risulta di tutta evidenza che l'aliquota dello 0,5% del capitale sociale – pur con le perplessità poc'anzi espresse in relazione all'eventuale esclu-

---

<sup>209</sup> Come, con onestà intellettuale, riconosce M. STELLA RICHTER JR., *I troppi problemi...*, cit., 104.

<sup>210</sup> R. CUGNASCO, *La maggiorazione del dividendo...*, cit., 937, nt. 59. Il che lo induce a svalutare l'opportunità di interrogarsi sulla possibilità di prevedere nelle società azionarie chiuse periodi di durata del possesso azionario inferiori ad un anno o al minor periodo intercorrente tra due date consecutive di pagamento del dividendo annuale.

<sup>211</sup> G.A. RESCIO, *Clausole di maggiorazione...*, cit., 294 ss.

<sup>212</sup> Negli stessi termini G.A. RESCIO, *Clausole di maggiorazione...*, cit., 295.

sione delle minoranze qualificate e così alla possibile frustrazione del loro ruolo di *corporate monitoring* – può astrattamente risultare coerente solo con società il cui azionariato presenti un elevato grado di frammentazione, elemento che certamente non sussiste nella maggior parte delle società per azioni non quotate.

Si pensi poi alla previsione secondo la quale «la maggiorazione non può altresì essere attribuita alle azioni detenute da chi [...] abbia esercitato, anche temporaneamente o congiuntamente con altri soci tramite un patto parasociale previsto dall'articolo 122, un'influenza dominante ovvero un'influenza notevole sulla società. In ogni caso la maggiorazione non può essere attribuita alle azioni [...] siano state conferite, anche temporaneamente, ad un patto parasociale previsto dall'articolo 122 che nel medesimo periodo o parte di esso abbia avuto ad oggetto una partecipazione complessiva superiore a quella indicata nell'articolo 106, comma 1», soglia attualmente fissata nella misura del trenta per cento del capitale sociale dell'emittente.<sup>213</sup>

Con la trasposizione della clausola nel contesto delle società non quotate si potrebbe essere indotti ad operare una meccanica sostituzione del richiamo all'art. 122 T.U.F. con quello all'art. 2341-*bis* c.c.<sup>214</sup>, e così concludere per l'inibizione della maggiorazione per le azioni detenute da quei soggetti che, anche temporaneamente o congiuntamente ad altri aderenti ad un patto parasociale, abbiano esercitato un'influenza «dominante» o «notevole» sulla società e ciò sul presupposto che gli *azionisti influenti* di una s.p.a chiusa siano ritenuti altrettanto immeritevoli di fruire della maggiorazione di quelli di una società quotata.

Pur con tutte le incertezze del caso, l'analisi delle norme da ultimo citate e della *ratio* della disciplina da queste dettata potrebbe spingere ad una diversa conclusione, almeno con riferimento alla seconda ipotesi di esclusione dalla maggiorazione individuata dall'art. 127-*quater*, secondo comma, cioè quella collegata alla sola aderenza ad un patto parasociale che coinvolga un'aliquota di capitale sociale superiore al 30% e a prescindere dall'esercizio effettivo di un'influenza dominante o quantomeno notevole.

Si noti poi che le norme del testo unico dell'intermediazione finanziaria, oltre ad evitare che la concentrazione di potere nel sindacato sia stabile e duratura, tutelano significativamente l'interesse degli investitori a conoscere con assoluta trasparenza e tempestività gli assetti proprietari e di controllo delle società quotate<sup>215</sup>, mentre la disciplina del codice civile – per quanto applicabile alle società per azioni chiuse – non prevede particolari obblighi

---

<sup>213</sup> Per un approfondimento di tali limitazioni si rinvia a G.A. RESCIO, *Clausole di maggiorazione...*, cit., 279 ss.

<sup>214</sup> Come testimonia G.A. RESCIO, *Clausole di maggiorazione...*, cit., 294.

<sup>215</sup> Su questo specifico aspetto, V. CARIELLO, *Tutela delle minoranze e accordi parasociali nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 1999, 732 secondo cui «un potere di controllo gestito nell'ombra, inaccessibile alla conoscenza di chi non vi partecipa precluderebbe al singolo azionista e alle minoranze organizzate di essere messi nelle condizioni di valutare aspettative e prospettive della propria permanenza in società».

di *disclosure* ma si limita a riconoscere la validità di alcune tipologie di contratti parasociali, dettando una regolamentazione esclusivamente inerente il profilo della durata e della rinnovabilità dei medesimi<sup>216</sup>. Se in entrambi i corpi normativi si intende evitare che il sindacato cristallizzi *sine die* il controllo, solo nel testo unico dell'intermediazione finanziaria la stipulazione di patti parasociali è circondata da limitazioni ulteriori; perciò, se non ci si inganna, risulterebbe singolare se la maggiorazione del dividendo fosse da ritenersi inibita nella s.p.a. chiusa per il sol fatto che il socio abbia aderito ad un contratto parasociale.

La sensazione è dunque quella che anche tale limite risulti coerente solamente alle problematiche emergenti nell'ambito delle società per azioni quotate.

Infine, anche il limite secondo cui la maggiorazione complessivamente riconosciuta non può eccedere la misura del 10% del dividendo distribuito alle altre azioni non sembra debba necessariamente trovare applicazione del contesto delle società non quotate. Il che, naturalmente, non significa che la misura della maggiorazione fissata statutariamente possa essere tanto significativa da frustare la concreta partecipazione ai risultati positivi di quegli azionisti che non integrino il requisito della durata del possesso azionario, a pena di nullità della clausola di maggiorazione del dividendo per contrarietà al divieto del patto leonino, istituito al quale ci si dedicherà nel secondo capitolo.

Concludendo, può quindi affermarsi che nella società per azioni chiusa la conformazione della clausola del dividendo-fedeltà è fondamentalmente rimessa all'autonomia statutaria dei soci che sarà libera di estrinsecarsi richiamando o no le limitazioni previste dell'art. 127-*quater* ovvero diversamente modulandole.

## **5. Altre clausole che subordinano prerogative patrimoniali al verificarsi di condizioni oggettive, predeterminate e potenzialmente riferibili ad ogni azionista.**

Confermato che il principio di eguaglianza (relativa) delle azioni tollera la differenziazione delle prerogative patrimoniali sulla base delle caratteristiche individuali del titolare delle azioni medesime, si è naturalmente indotti ad immaginare clausole statutarie *ad incertam personam*, diverse da quella del dividendo maggiorato, che – senza creare categorie di azioni – parimenti riconoscano un beneficio patrimoniale al verificarsi di condizioni oggettive, predeterminate e potenzialmente riferibili ad ogni azionista e che

---

<sup>216</sup> Per tutti, si v. M. LIBERTINI, *I patti parasociali nelle società non quotate. Un commento agli articoli 2341 bis e 2341 ter del codice civile*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 4, Torino, 2007, 463 ss.

siano volte alla protezione di interessi diversi da quello della incentivazione dell'azionariato di lungo corso ma egualmente meritevoli di tutela<sup>217</sup>.

Del resto il meccanismo condizionale del quale si è dato conto conosce sempre più numerosi esemplari normativi e credo quindi possa essere esteso oltre le ipotesi considerate dal legislatore. Ne è un esempio – oltre l'istituto del voto maggiorato *ex art. 127-quinques* T.U.F. che in larga misura si atteggia come quello del dividendo maggiorato di cui al precedente art. 127-*quater* – la circostanza che anche il diritto di voto plurimo, di recente introduzione, può essere, per espressa disposizione di legge, subordinato al verificarsi di *particolari condizioni* non meramente potestative.

Inoltre, persuade in tale senso la constatazione che tali clausole non violano uno dei tratti tipologici essenziali della società azionaria – la spersonalizzazione – intesa non quale irrilevanza assoluta della persona azionista bensì quale vincolo per l'attribuzione di posizioni giuridiche differenziate.

Una volta rispettati i requisiti dell'oggettività, della predeterminazione e della potenziale riferibilità ad ogni azionista dell'evento condizionante alla verifica del quale subordinare il riconoscimento della prerogativa patrimoniale, la fantasia degli operatori incontra terreno fertile e non sembra che possa essere efficacemente eccepito in sfavore dell'ammissibilità delle relative clausole il principio – mai compiutamente chiarito ma sovente solo apoditticamente tramandato<sup>218</sup> – della parità di trattamento degli azionisti<sup>219</sup>,

---

<sup>217</sup> A titolo esemplificativo, da P. SFAMENI, *Azioni di categoria...*, cit., 126.; ID., *sub art. 2350, cit.*, 264, è stata reputata legittima «l'ipotesi, simmetrica a quella contemplata nel contesto dell'art. 2351, comma 3, ma, *in thesi*, riferibile ai diritti patrimoniali, in cui «in relazione alla quantità di azioni possedute da uno stesso soggetto», la partecipazione alle perdite o agli utili incidano rispettivamente in misura inferiore o superiore rispetto alla percentuale di capitale rappresentata dalle azioni [...] detenute dal medesimo soggetto». Con ciò, si istituirebbe «un meccanismo di deviazione dal principio di proporzionalità in relazione al grado di concentrazione proprietaria, capace di controbilanciare, date certe circostanze, le limitazioni o il contingentamento del diritto di voto di cui all'art. 2351, comma 3».

<sup>218</sup> Si v., infatti, G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza...*, cit., 22 ove l'affermazione secondo cui «ciò che colpisce nel pensiero giuridico prevalente nel vigore dell'originaria formulazione del Codice Civile del '42 non è tanto l'assoluta prevalenza dell'opinione che ammette il principio di parità di trattamento nell'ambito societario, quanto il carattere apodittico delle relative affermazioni. La gran parte degli autori si limita ad affermare l'esistenza nell'ordinamento societario del principio di parità di trattamento e considera questo un dato tanto ovvio da non richiedere alcuna dimostrazione».

<sup>219</sup> Come noto, sull'esistenza del principio di parità di trattamento nell'ambito del mercato mobiliare non può dubitarsi: ai sensi dell'art. 92 T.U.F., infatti, «gli emittenti quotati e gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine assicurano il medesimo trattamento a tutti i portatori degli strumenti finanziari quotati che si trovino in identiche condizioni»; si v. sul punto F.M. MUCCIARELLI, *Sulla parità di trattamento nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2004, 180; F. BOCHICCHIO, *Buy back e riduzione del capitale sociale. Integrità del capitale e autonomia nella determinazione della compagine societaria*, Padova, 2000, *passim*; M. VENTORUZZO, *sub artt. 92 e 132*, in AA.VV., *La disciplina delle società quotate. Commentario* a cura di P. Marchetti – L. A. Bianchi, t. II, Milano, 1999, 9 ss.; 1185 ss.; nonché, prima dell'introduzione del T.U.F., con riferimento all'analoga previsione dell'art. 4-*ter* della l. 216/1974, M. MONTANARI, *Il principio di parità di trattamento fra disciplina del mercato mobiliare e diritto delle società*, in *Giur. comm.*, 1996, I, 899.

---

Sull'inidoneità dell'art. 92 T.U.F. a rappresentare la base di un generale principio di parità di trattamento tra soci nella società per azioni, si v. le convincenti considerazioni di G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza...*, cit., 203 ss., ove ampi riferimenti. Tra gli autori che hanno indagato la sussistenza di un principio generale di parità di trattamento degli azionisti, come tale valevole per ogni azionaria – oltre ai risalenti studi di P. RESCIGNO, *Il principio di uguaglianza nel diritto privato*, in *Riv. tri. dir. proc. civ.*, 1959, 1515, e di G. PASETTI, *Parità di trattamento e autonomia privata*, Padova, 1970, 35, che lo fondano, rispettivamente sul «rapporto comunitario» tra soci e sull'estensione al fenomeno societario delle regole della comunione – non può farsi a meno di ricordare G. OPPO, *Eguaglianza e contratto...*, cit., 629, il quale, essenzialmente, ha fondato l'esistenza del principio sulle basi contrattuali della società, ove gli interessi confliggenti dei soci troverebbero uno stabile equilibrio – che le successive modificazioni del contratto sociale non potrebbero compromettere – tra le reciproche posizioni di vantaggio e di sacrificio; A. MIGNOLI, *L'interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 1958, 725; ID., *Le assemblee speciali*, cit., 165 ss., il quale ne sminuisce la portata precettiva definendo la parità di trattamento un «pallido» principio; F. D'ALESSANDRO, *La seconda direttiva e la parità di trattamento tra soci*, in *Riv. soc.*, 1987, 3 e C. ANGELICI, *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 1, i quali, rifiutano l'orientamento che ne ricava il fondamento dal principio di eguaglianza delle azioni (a differenza di D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi tra soci*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo-G.B. Portale, Torino, 3\*\*, Torino, 1993, 35 ss., che proprio muovendo dall'art. 2348 motiva la sua ricostruzione) e, sulla scia della dottrina tedesca (diffusamente analizzata da G. PASETTI, *Parità di trattamento...*, cit., 70 ss.), distinguono tra *Gleichberechtigung* e *Gleichbehandlung*. In particolare, Angelici indaga la presunta esigenza di un trattamento paritetico degli azionisti distinguendo tra il momento della *creazione* dell'organizzazione societaria – ove ne ravvisa l'insussistenza a ragione dell'autonomia contrattuale che governa la fase costitutiva –, quello della sua *modifica* e quelli che in senso lato concernono la gestione della società, cioè gli *atti dell'organizzazione* stessa. Limitandosi ad un breve accenno a tale secondo momento – cioè quello di *modifica dell'organizzazione*, l'unico rilevante per la questione che qui interessa – è significativo notare come per Angelici risulti «difficile [...] riconoscere nella parità di trattamento un'autonoma regola la quale costituisca di per sé un obiettivo limite all'autonomia statutaria», potendo essa al più rilevare quale «uno degli indici sistematici, non necessariamente l'unico e non necessariamente decisivo, per la valutazione e repressione degli *abusi*» che si realizzino nell'esercizio della predetta autonomia. Da queste premesse l'A. deduce che la parità di trattamento sarebbe identificabile con concetti generali come quelli di buona fede e abuso del diritto, perdendo quindi una propria reale autonomia. Nega invece l'esistenza di un diritto soggettivo alla parità di trattamento, fondando tale conclusione sul rilievo che è ammissibile indirettamente differenziare tra le posizioni dei diversi azionisti, formando categorie fornite di diritti diversi, V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive...*, cit., 250 ss. Sempre in ottica critica e, in particolare, per la negazione della possibilità di fondare la repressione di comportamenti abusivi dei soci sul principio di parità di trattamento si v. A. GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni*, Milano, 1987, 85. Recentemente, il principio è stato oggetto del dettagliato studio monografico di G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza...*, cit., *passim*. L'A. constata che l'intervento riformatore, assegnando netta prevalenza all'interesse dell'impresa rispetto a quello dei soci, non può che condurre alla «inevitabile emarginazione del principio di parità di trattamento», il quale troverà spazio soltanto qualora non costituisca un impedimento all'interesse imprenditoriale della società e da ciò deduce che ormai «la regola è la libertà negoziale, mentre la parità di trattamento, quale limite al libero esplicarsi dell'autonomia negoziale ne costituisce una eccezione». «Non sarà più la lesione del principio di parità di trattamento a dover essere espressamente autorizzata ma, all'opposto, sarà il principio di eguaglianza a dover essere giustificato da una norma specifica, in mancanza della quale la società sarà libera di meglio determinare il contenuto dell'atto negoziale senza le limitazioni derivanti dall'eventuale diritto alla parità dei soci». (273-274). Ciò non significa che nel superiore interesse dell'impresa, la società non abbia vincoli a perseguire la disparità tra soci. L'A., infatti, pur ridimensionando la portata precettiva del principio, individua diverse disposizioni (e precisamente gli artt. 2344, 2437-*quater*, 2442 e 2491) che ne rappresentano chiara estrinsecazione per la risoluzione di possibili conflitti distributivi tra soci e che dunque rappresentano regole inderogabili per la maggioranza.

e ciò a ragione dell'eguale posizione dei soci di fronte alle condizioni oggetto della clausola. Un problema di parità di trattamento, come si vedrà, ha ragione di porsi solo nell'ipotesi in cui si introduca *durante societate* una clausola che, elevando a condizione per l'attribuzione della prerogativa patrimoniale situazioni soggettive pregresse all'introduzione della medesima, determini immediate trattamenti differenziati tra soci.

Limitandosi a tratteggiare brevemente alcune ipotesi, potrebbe trovare spazio anche nell'ordinamento italiano la prassi spagnola, finalizzata a stimolare la partecipazione degli azionisti, del riconoscimento di premi in denaro (*primas de asistencia*) a favore degli azionisti partecipanti alle assemblee, corrisposti in misura proporzionale al numero delle azioni rappresentate in adunanza<sup>220</sup> o forfettariamente.

Non ritengo poi che sussistano ostacoli ad ammettere la legittimità di una clausola statutaria che riconosca un beneficio nella distribuzione del risultato positivo per le azioni integralmente liberate a discapito di quelle liberate solo parzialmente dal relativo titolare, e financo che stabilisca la sostituzione del capitale *sottoscritto* con quello *liberato* quale base di calcolo per l'attribuzione del risultato positivo<sup>221</sup>; cioè di una clausola statutaria che

---

<sup>220</sup> L'evento condizionante, come evidente, si sostanzierebbe in questo caso nella partecipazione all'adunanza assembleare. Eventualmente potrebbe prevedersi che il premio vari a secondo della modalità di partecipazione prescelta dal socio, ad esempio incentivando la partecipazione fisica dell'azionista a discapito di quella per rappresentanza o per mezzo di sistemi di telecomunicazione. Sui *primas de asistencia a Juntas*, si v. I. FERRANDO MIGUEL, *Primeras consideraciones sobre la prima de asistencia a las juntas de socios*, in AA. VV., *La Junta General de las sociedades de capital. Cuestiones actuales*, Madrid, 2010. È, tuttavia, necessario chiarire che nel contesto spagnolo il riconoscimento del premio è rimesso alla discrezionalità dell'organo amministrativo e non trova necessariamente un riscontro statutario. Ciò nonostante, non si dubita della legittimità di tale prassi, avallata dalla Suprema Corte spagnola (Supreme Tribunal 3 May 1989, in *Repertorio de jurisprudencia Aranzadi*, 1989, 3730) e oggi espressamente riconosciuta dalla normativa fiscale: si v., infatti, l'art. 25, primo comma, lett. a) della *Ley 35/2006* regolante l'*Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas* (IRPF) che qualifica come rendimenti del capitale mobiliare «*los dividendos, prima de asistencia a Juntas y participación de beneficios de cualquier entidad*». La prassi ha riscontro anche tra primari emittenti quali, a titolo esemplificativo, Endesa, Repsol e Iberdrola.

La possibilità di adottare tale prassi, sebbene in assenza di un esplicito riferimento normativo, desta interesse anche nell'ordinamento tedesco: sul dibattito relativo ai *Präsenzbonus* si v. U. NOACK, *Handgeld für die Teilnahme an der Hauptversammlung*, in *BB 42/2005*, 1 ss.; H. KLÜHS, *Präsenzboni für die Teilnahme an der Hauptversammlung – Ein Vorschlag zur Steigerung der Hauptversammlungspräsenz bei Aktiengesellschaften*, Arbeitspapier Nr. 124 (12/2005), Institut für Bankrecht, Universität Frankfurt, 1 ss.; in *ZIP*, 2006, 107 ss.; G. SPINDLER, *Stimmrecht und Teilnahme an der Hauptversammlung Entwicklungen und Perspektiven in der EU und in Deutschland*, Arbeitspapier 2/2006, Institute für Wirtschaftrecht, Universität Göttingen, 1 ss.; E. VETTER, *Handgeld für in der Hauptversammlung präsenste Aktionäre?*, in *AG*, 2006, 32 ss.; M. WANGEMANN, *Finanzielle Anreize zur Steigerung der Hauptversammlungspräsenz in der Aktiengesellschaft*, Frankfurt, 2008.

<sup>221</sup> Si ponga mente alla seguente ipotesi: Tizio e Caio costituiscono una s.p.a. con capitale sociale di euro 200.000,00 e conferiscono denaro in misura paritaria. Tizio libera integralmente il proprio conferimento mentre Caio si limita a liberarlo nella misura minima richiesta dall'art. 2342, comma secondo, c.c. Nel silenzio dello statuto sul punto, Caio, a fronte della messa a disposizione della società di euro 25.000,00 (pur essendo obbligato al versamento dei residui 75.000,00 euro a semplice richiesta dell'organo amministrativo), par-

in vario modo sancisca la ripartizione dell'utile secondo il principio *pro-rata liberationis*<sup>222</sup>, vale a dire secondo un parametro di contribuzione *reale* e non meramente *obbligatoria* all'attività sociale<sup>223</sup>. In questa ipotesi, la condizione oggettiva, predeterminata e potenzialmente riferibile ad ogni socio si sostanzierebbe quindi nell'integrale liberazione delle proprie partecipazioni.

La clausola – che sarebbe finalizzata a ripristinare dal punto di vista patrimoniale uno squilibrio economico-sostanziale sussistente tra i vari azionisti nell'adempimento degli obblighi di finanziamento dagli stessi assunti con la sottoscrizione delle azioni – potrebbe stabilire che il beneficio per gli azionisti che hanno liberato integralmente le proprie azioni operi sempre<sup>224</sup> ovvero solo nell'eventualità in cui altri azionisti siano in mora

---

teciperebbe alla distribuzione del risultato attivo in misura paritaria a quella di Tizio che ha immediatamente messo a disposizione della società l'intero conferimento di euro 100.000,00. La clausola in analisi, nelle more dell'integrale liberazione del conferimento da parte di Caio, determinerebbe la partecipazione all'utile in misura proporzionale all'ammontare monetario effettivamente liberato, equilibrando, da un punto di vista economico, le differenti contribuzioni dei soci. Se da un punto di vista giuridico può affermarsi che nell'ottica del legislatore l'effettiva liberazione e il semplice obbligo di liberazione del conferimento sono altrettanto idonei a consentire l'attribuzione dell'utile, da un punto di vista economico, appare evidente la disparità che la clausola intende appianare. Afferma sul punto P. SFAMENI, *sub art. 2350, cit.*, 238, che «occorre [...] ricordare come il prezzo di sottoscrizione dell'azione non si irrilevante ai fini di un giudizio di parità sostanziale tra azionisti. Poiché, infatti, il sovrapprezzo può essere determinato liberamente si può generare una disparità sostanziale a svantaggio dell'azionista che pur *non avendo* interamente liberato l'azione, ha tuttavia *versato* un ammontare di conferimento superiore rispetto all'azionista che ha sottoscritto, in altra emissione, le azioni al valore nominale senza sovrapprezzo. Ciò, indipendentemente dal valore di patrimonio netto». Annotazione, almeno in alcune ipotesi, contenziosamente corretta che tuttavia non mi pare incrinare quanto riferito nel testo; del resto, nell'esempio riferito dall'Autore, la “disparità sostanziale” tra soci deriva a monte dalla stessa determinazione di differenti prezzi di emissione delle azioni, ciò, mi pare di capire, a ragione dell'ultimo inciso, in assenza di ragioni economiche giustificatrici.

<sup>222</sup> In tema la dottrina italiana ha assunto posizioni non univoche. In epoca risalente, A. GRAZIANI, *Variazioni sul tema delle società di capitali*, in *Riv. tri. dir. proc. civ.*, 1953, 746 ha sostenuto che il regime legale sarebbe quello della ripartizione dell'utile secondo il principio di proporzionalità al capitale sottoscritto, fatto salvo il correttivo dell'obbligo, in capo agli azionisti che non hanno integralmente liberato le partecipazioni, di corrispondere alla società interessi corrispettivi sulla quota di conferimento non versata in misura pari all'interesse legale. Al contrario, D. PETTITI, *Contributo allo studio del diritto dell'azionista al dividendo*, Milano, 1957, 65 ss., ha sostenuto che la ripartizione dell'utile debba avvenire in misura proporzionale al capitale liberato; *in thesi*, unica modalità ossequiosa del principio di parità di trattamento. Il dibattito dunque era più che altro volta ad indagare, nel silenzio dello statuto, il regime legale applicabile. Più recentemente, si v. C. ANGELICI, *Le azioni, cit.*, 121 e, da ultimo, diffusamente, P. SFAMENI, *Azioni di categoria...*, *cit.*, 55 ss.; ID., *sub art. 2350, cit.*, 236 ss. che condivisibilmente conclude per la sovrannità dell'autonomia statutaria in materia.

<sup>223</sup> In questi termini, P. SFAMENI, *sub art. 2350, cit.*, 236 ss.

<sup>224</sup> Come previsto in diversi ordinamenti dove la ripartizione del risultato avviene in proporzione al capitale *liberato* e non a quello *sottoscritto*. Nel diritto spagnolo, l'art. 275 della *Ley de Sociedades de Capital*, stabilisce, al secondo, comma che «*en la sociedad anónima la distribución de dividendos a las acciones ordinarias se realizará en proporción al capital que hubieran desembolsado*». Regola che «*constituye un mecanismo de distribución en atención del esfuerzo patrimonial de cada socio en concepto de aportación*», così M.A. ALCALÁ DÍAZ, *Cuentas anuales de las sociedades mercantiles*, in AA. VV., *Dere-*

nella liberazione del proprio conferimento<sup>225</sup>, sostanziandosi in tal caso, in una sanzione addizionale a quella dell'inibizione del diritto di voto prevista dall'art. 2344, quarto comma, c.c.

Inoltre, tale meccanismo, oltre a tutelare l'interesse dei soci a perequare situazioni di disparità potenzialmente sussistenti tra i medesimi, sarebbe diretto a soddisfare l'interesse della società<sup>226</sup>, stimolando il rapido ed integrale reperimento dei conferimenti cui i soci – con la sottoscrizione delle azioni in sede costitutiva o in sede di aumento del capitale sociale a pagamento – si sono obbligati<sup>227</sup>.

---

*cho de sociedades*, Barcelona, 2014, 267. Nelle società a responsabilità spagnole, invece, vigendo l'obbligo di integrale liberazione dei conferimenti al momento della sottoscrizione del capitale, non possono darsi quote liberate parzialmente. Nel diritto tedesco, il § 60.2 dell'*AktG* stabilisce che «*Sind die Einlagen auf das Grundkapital nicht auf alle Aktien in demselben Verhältnis geleistet, so erhalten die Aktionäre aus dem verteilbaren Gewinn vorweg einen Betrag von vier vom Hundert der geleisteten Einlagen. Reicht der Gewinn dazu nicht aus, so bestimmt sich der Betrag nach einem entsprechend niedrigeren Satz. Einlagen, die im Laufe des Geschäftsjahrs geleistet wurden, werden nach dem Verhältnis der Zeit berücksichtigt, die seit der Leistung verstrichen ist*». Nel diritto svizzero, l'art. 661 del Codice Civile stabilisce che «salvo diversa disposizione dello statuto, le quote d'utili netti e d'avanzo della liquidazione devono essere calcolate in proporzione dei versamenti eseguiti sul capitale azionario».

<sup>225</sup> L'esistenza di un interesse meritevole di protezione è del resto, anche in questo caso, testimoniato dal dato comparatistico. Nell'ordinamento spagnolo, la mora del socio nella liberazione del conferimento determina non solo conseguenze sul piano amministrativo – la sospensione del diritto di voto – ma anche su quello patrimoniale, quale la sospensione del diritto al dividendo e del diritto di opzione. Il primo comma dell'art. 83 della *Ley de Sociedades de Capital* stabilisce infatti che «*el accionista que se hallare en mora en el pago de los desembolsos pendientes no podrá ejercitar el derecho de voto*», mentre il secondo prevede che il socio moroso non avrà diritto «*a percibir dividendos ni a la suscripción preferente de nuevas acciones ni de obligaciones convertibles. Una vez abonado el importe de los desembolsos pendientes junto con los intereses adeudados podrá el accionista reclamar el pago de los dividendos no prescritos, pero no podrá reclamar la suscripción preferente, si el plazo para su ejercicio ya hubiere transcurrido*». Sicché è stato affermato che «*el socio que no satisface sus obligaciones para con la sociedad no puede en modo alguno exigir que la sociedad a su vez le satisfaga*», così R. ILLESCAS ORTIZ, *Distribución de dividendos*, in *Comentario al regim legal de las sociedades mercantiles*, diretto da R. Uria, A. Menendez e M. Olivencia, Madrid, 1993, 242.

<sup>226</sup> E ciò a prescindere dall'orientamento preferito in tema di interesse sociale. Si intende dire che sia per la teoria istituzionalistica, sia per quella contrattualistica ovvero ancora per l'orientamento intermedio che tenta di coniugare le predette teorie è evidente che l'immediata messa a disposizione della società dell'intero conferimento non può che avere per la stessa un effetto benefico.

<sup>227</sup> Esistono, per vero, altre tecniche volte a rispondere alla medesima finalità di consentire la rapida ed integrale liberazione dei conferimenti. Si allude, da un lato, alla previsione nella delibera di aumento del capitale sociale a pagamento, che, in deroga all'art. 2439, primo comma, c.c., le azioni rivenienti dal medesimo dovranno essere integralmente liberate al momento della sottoscrizione e, dall'altro, alla ulteriore previsione della riduzione del termine per l'esercizio del diritto di opzione. Condizione dell'operazione quest'ultima che ricade nel *genus* delle *limitazioni qualitative del diritto di opzione*, che «consistono in un «aggravamento» delle condizioni di esercizio del diritto legale di opzione, rispetto alla configurazione tipica della fase esecutiva dell'aumento» (così F. GUERRERA, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento del capitale*, Torino, 1995, 99 ss.) e che determinano l'applicazione dell'art. 2441, comma sesto, c.c. *Contra*, ritenendo *tout court* immodificabile in diminuzione il termine per l'esercizio dell'opzione, M. SPERANZIN, *sub art. 2441 c.c.*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, II, Padova, 2010, 860.



Con la medesima finalità di equilibrare sul piano patrimoniale le diverse posizioni rivestite dai soci nel finanziamento dell'impresa dagli stessi partecipata, riterrei percorribile la possibilità di introdurre in statuto clausole che riconoscano determinati privilegi patrimoniali a coloro che abbiano effettuato versamenti, in denaro o in natura, contabilizzati a patrimonio netto, in voci diverse dal capitale sociale (*i.e. versamenti fuori capitale*)<sup>228</sup>.

---

<sup>228</sup> La letteratura sui versamenti fuori capitale è incredibilmente ampia a testimonianza del largo utilizzo dello strumento nella prassi; si v., senza pretesa di completezza: F. CHIOMENTI, *I versamenti a fondo perduto* (nota a Trib. Frosinone, 8 marzo 1974), in *Riv. dir. comm.*, 1974, II, 111 ss.; ID., *Ancora sugli apporti al capitale di rischio effettuati dai soci in forma diversa dal conferimento* (nota a Cass., 3 dicembre 1980, n. 6315), in *Riv. dir. comm.*, 1981, II, 239 ss.; P. SPADA, *Reintegrazione del capitale reale senza operare sul nominale*, in *Giur. comm.*, 1978, I, 36 ss.; P. FERRO LUZZI, «Conto finanziamento soci» e «fondi speciali iscritti in bilancio» ex art. 2442 c.c. (nota a App. Trieste, 21 novembre 1981), in *Giur. comm.*, 1982, II, 891 ss.; ID., *Imputazione a capitale della posta: «soci c. finanziamento infruttifero»* (nota a App. Milano, 13 febbraio 1981), in *Giur. comm.*, 1982, II, 260 ss.; ID., *I «versamenti in conto capitale»* (nota a Cass., 3 dicembre 1980, n. 6315), in *Giur. comm.*, 1981, II, 895 ss.; G.E. COLOMBO, *Il bilancio e le operazioni sul capitale*, in AA.VV., *Aumenti e riduzioni di capitale*, a cura del Comitato Regionale Notarile Lombardo, Milano, 1984, 5 ss.; ID., *Il bilancio d'esercizio*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 7\*, Torino, 1994, 360 ss.; P. MARCHETTI, *Problemi in tema di aumento di capitale*, in AA.VV., *Aumenti e riduzioni di capitale*, a cura del Comitato Regionale Notarile Lombardo, Milano, 1984, 55 ss.; A. ANGIELLO, *Dei versamenti a fondo perduto, in conto capitale e in conto futuro aumento di capitale*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1984, 1393 ss.; M. CERA, *Il passaggio di riserve a capitale*, Milano, 1988; P. ABBADESSA, *Il problema dei prestiti dei soci nelle società di capitali: una proposta di soluzione*, in *Giur. comm.*, 1988, I, 497 ss.; C. COSTA, voce *Riserva nelle società*, in *Enc. dir.*, XL, Torino, Milano, 1989, 1224 ss.; F. DI SABATO, *Informazione ai soci sulle perdite di esercizio* (nota a Trib. Milano, 25 luglio 1988), in *Soc.*, 1989, 33 ss.; ID., *Il «salvataggio» del Banco di Napoli* (nota a Trib. Napoli, 25 febbraio 1998), in *Banca borsa tit. cred.*, 1998, II, 569 ss.; J. SODI, *I versamenti in conto capitale nella prassi: differenti caratteristiche ed atteggiamento della giurisprudenza* (nota a Cass., 29 ottobre 1994, n. 8928), in *Giur. comm.*, 1996, II, 39 ss.; M. IRRERA, *I «prestiti» dei soci alla società*, Padova, 1992; ID., *Versamenti in conto capitale e a fondo perduto*, in *Dig. it. disc. priv., sez. comm.*, XVI, Torino, 1999, 420; ID., *Ancora in tema di versamenti in conto capitale* (nota a App. Milano, 29 ottobre 1991), in *Giur. it.*, 1992, I, 551 ss.; G.B. PORTALE, *Versamenti transnazionali «in conto futuri aumenti di capitale» (Un caso bancario «italo-tedesco»)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, I, 783 ss.; ID., *Appunti in tema di «versamenti in conto futuri aumenti di capitale» eseguiti da un solo socio*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1995, I, 93 ss.; ID., «*Prestiti subordinati*» e «*prestiti irredimibili*» (appunti), in *Banca borsa tit. cred.*, 1996, I, 1 ss.; ID., *I «finanziamenti» dei soci nelle società di capitali*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2003, I, 663 ss.; M. AVAGLIANO, *Sui versamenti in conto capitale: tra conferimenti e prestiti* (nota a App. L'Aquila, 7 marzo 1995), in *Riv. dir. comm.*, 1996, II, 58 ss.; L. BORRÈ, *I contributi in conto capitale: considerazioni in merito alle differenti tecniche di iscrizione in bilancio*, in *Riv. dott. comm.*, 1999, 357 ss.; D. CENNI, *I «versamenti fuori capitale» dei soci e la tutela dei creditori sociali*, in *Contr. impr.*, 1995, 1110 ss.; G. OLIVIERI, *I versamenti «in conto futuro aumento di capitale» in favore degli Istituti di credito di diritto pubblico tra legge speciale e diritto comune societario* (nota a Trib. Napoli, 25 febbraio 1998), in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, II, 200 ss.; M. CASTELLANO, *Riserve e organizzazione patrimoniale nelle società per azioni*, Milano, 2000; L. PARRELLA, *Versamenti in denaro dei soci e conferimenti nelle società di capitali*, Milano, 2000; M. RAGNO, *Versamenti in conto capitale, versamenti in conto futuro aumento di capitale e prestiti subordinati effettuati dai soci di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 776 ss.; F. BERTI, *I versamenti spontanei dei soci nel bilancio d'esercizio*, Milano, 2001; M. RUBINO DE RITIS, *Gli apporti «spontanei» in società di capitali*, Torino, 2001; ID., *I versamenti «non titolati» dei soci* (nota a App. Milano, 16 febbraio 2009), in *Giur. merito*, 2010, II, 1021 ss.; E. GINEVRA, *Sulla qualificazione dei «finanziamenti» dei soci alla società partecipata* (nota a Trib. Treviso, 18 dicembre 2001 e Trib. Mi-

Esemplificando potrebbe stabilirsi la corresponsione di un dividendo maggiorato a favore degli azionisti che abbiano effettuato apporti fuori capitale, fino a concorrenza del valore dell'apporto medesimo.

Più in generale potrebbe anche stabilirsi che tutte le azioni in cui è suddiviso il capitale sociale beneficino di distribuzioni non proporzionali al loro numero bensì proporzionali agli esborsi finanziari, relativi a ciascuna di esse, effettuati a favore della società - in essi computando, oltre ai conferimenti a titolo di liberazione del valore nominale delle azioni e agli eventuali versamenti a titolo di soprapprezzo, i versamenti fuori capitale - sino a che ogni azione abbia ricevuto, computando tutte le distribuzioni già effettuate, un importo pari agli esborsi finanziari complessivi di pertinenza.

Il punto è certamente delicato e bisognoso di ulteriori approfondimenti. Tuttavia, pare sussistente l'interesse meritevole che la clausola intende proteggere, o meglio la contrapposizione di interessi che la clausola si prefigge di comporre.

Da un lato, il socio che incrementa il patrimonio netto della società effettuando versamenti a patrimonio netto, come tali senza obbligo di rimborso, si espone ad un rischio, non controbilanciato da alcun correttivo, superiore a quello susseguente alla sottoscrizione del capitale<sup>229</sup>, con la conse-

---

lano, 28 giugno 2001), in *Banca borsa tit. cred.*, 2002, II, 728 ss.; G. TANTINI, *I versamenti dei soci alla società*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 1\*\*, Torino, 2004, 745 ss.; ID., «*Migrazione*» dei versamenti spontanei dei soci dal passivo (debiti) al patrimonio netto (riserve) nel bilancio d'esercizio (nota a Trib. Roma, 21 maggio 2001), in *Giur. comm.*, 2003, II, 694 ss.; N. ABRIANI, *Versamenti effettuati da un singolo azionista per un futuro aumento di capitale e partecipazione alle perdite (parere pro-veritate)*, in *Riv. dir. impr.*, 2006, 361 ss.; U. TOMBARI, «*Apporti spontanei*»..., cit., 553 ss.; R. AMBROSINI, *Sottoscrizione integrale «anticipata» dell'aumento del capitale sociale tramite conferimenti «atipici» del socio* (nota a Cass., 14 aprile 2006, n. 8876), in *Soc.*, 2007, 159 ss.; P. BENAZZO, *Società di gestione di reti per il servizio idrico integrato, conferimenti in natura e riserve «targate» (parere pro-veritate)*, in *Riv. dir. impr.*, 2008, 205 ss.; R. GUGLIELMO, *L'allocazione in bilancio dei "finanziamenti" e dei "versamenti": una questione in via di risoluzione?*, in AA.VV., *Il bilancio spiegato ai giuristi*, Assago, 2009, 85 ss.; S. FERRI, *Versamenti in conto capitale, riserve "targate" e finanziamenti dei soci* (nota a Cass., 24 luglio 2007, n. 16393), in *RDS*, 2009, I, 294 ss.; M. BIONE, *Note sparse in tema di finanziamento dei soci...*, cit., 21 ss.; P. DIVIZIA, *I versamenti in conto aumento capitale. Analisi dell'istituto fra regole di bilancio e disciplina societaria*, in *Not.*, 2012, 191 ss. In giurisprudenza si v. Cass., 23 febbraio 2012, n. 2758, in *Riv. dott. comm.*, 2012, 628; Cass., 13 luglio 2012, n. 12003, in *Riv. dott. comm.*, 2013, 150; Cass., 30 marzo 2007, n. 7980, in *Foro it.*, 2008, I, 1237 ss. (con nota di C.G. CORVESE); Cass., 31 marzo 2006, n. 7692; in *Giust. civ.*, 2007, I, 668 ss.; Trib. Trani, 23 ottobre 2003, in *Vita not.*, 2004, II, 1061 ss.; Trib. Alba, 28 novembre 1995, in *Giur. it.*, 1996, I, 406 ss. (con nota di M. CAVANNA); App. Torino, 21 luglio 1995, in *Giur. it.*, 1996, I, 364 s.; Cass., 29 ottobre 1994, n. 8928, in *Not.*, 1995, 233 ss. (con nota di N. ATLANTE); App. Bologna 16 febbraio 1991, in *Riv. not.*, 1992, II, 884 ss.; App. Bari, 3 dicembre 1987, in *Soc.*, 1988, 507 s.; Trib. Reggio Emilia, 30 ottobre 1987, in *Soc.*, 1988, 482; Trib. Novara 4-5 luglio 1986, in *Riv. not.*, 1986, II, 972 ss.; Trib. Torino, 19 giugno 1981, in *Giur. comm.*, 1982, II, 349 ss.; Cass., 3 dicembre 1980, n. 6315, in *Foro it.*, 1981, I, 26 ss.

<sup>229</sup> Come noto, la riserva targata in quanto parte del patrimonio netto è erosa dalle perdite prima che queste intacchino il capitale sociale. La personalizzazione della riserva influisce tuttavia sull'ordine di priorità nella sopportazione della perdita e secondo l'orientamento più accreditato la riserva targata subirebbe l'incidenza delle perdite solamente una volta erose tutte le riserve di spettanza comune, e tra queste anche la riserva le-

guenza che coloro che traggono beneficio dal versamento risultano essere non solo lo stesso socio-versante che di riflesso incrementa il valore del proprio investimento e naturalmente l'ente in sé che rafforza la sua patrimonializzazione ma anche gli altri soci che non effettuano apporti, o comunque non partecipano proporzionalmente all'incremento dell'attivo, ma vedono parimenti – ed ingiustificatamente – aumentare il valore della propria partecipazione.

Dall'altro lato, però, è altrettanto evidente che riconoscere benefici nella distribuzione dell'utile al socio – *potenzialmente ogni socio* – che proceda a versamenti a patrimonio netto significa ridurre l'ammontare complessivo del risultato attivo distribuibile tra tutti gli altri e ciò a fronte di un versamento che è rimesso alla volontà di chi lo effettua ed all'accettazione, spesso tacita, o addirittura al mancato rifiuto, dell'organo amministrativo della società che lo riceve<sup>230</sup> e quindi, in definitiva, potenzialmente sottratto al monitoraggio dell'intera compagine sociale. Cionondimeno, esiste un correttivo alla “*criticità informativa*” da ultimo emersa: l'art. 2427 n. 7-bis impone, infatti, all'organo amministrativo di indicare analiticamente nella nota integrativa le voci di patrimonio netto «con specificazione in appositi prospetti della loro origine, possibilità di utilizzazione e distribuibilità [...]», e dunque vincola gli amministratori alla puntuale indicazione delle prerogative riconosciute al socio che, con il proprio apporto, ha determinato la formazione della posta. Ciò significa che i soci, almeno con la cadenza annuale di approvazione del bilancio – e comunque ogniqualvolta sia richiesta la predisposizione di un bilancio straordinario o di una situazione patrimoniale redatta con l'osservanza delle norme sul bilancio di esercizio – avranno modo di conoscere l'eventuale esistenza di voci di netto che determinano il riconoscimento di benefici patrimoniali.

Da altro punto di vista, occorre poi precisare che, naturalmente, al fine di scongiurare eventuali abusi, gli amministratori dovranno permettere a tutti i membri della compagine di effettuare apporti fuori capitale, così da salvaguardare la parità di trattamento tra i medesimi.

---

gale. In tal senso si sono espressi, G.B. PORTALE, *Appunti in tema di versamenti...*, cit., 96; G.E. COLOMBO, *Il bilancio d'esercizio*, cit., 511, nt. 80; M.S. SPOLIDORO, *Riserve targate*, in *Società, banche e crisi dell'impresa*. Liber amicorum *Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarrone Alibrandi, vol. II, Torino, 2014, 1346. Discorso diverso è quello dell'automatica erosione delle riserve di patrimonio netto in presenza di perdite ovvero della pur sempre necessaria deliberazione assembleare che individui le tipologie di riserve da utilizzare per il ripianamento; nel primo senso G.E. COLOMBO, *Il bilancio d'esercizio*, cit., 509, nt. 76; nel secondo S. FORTUNATO, *Capitale e bilanci nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 1991, p. 128 ss., spec. 146 nt. 29.

<sup>230</sup> «[È] pacifico che gli apporti atipici al patrimonio sociale nascano ineludibilmente da atti di disposizione volontaria del patrimonio di chi li effettua, cioè da negozi giuridici; tali negozi, di regola, anche se non necessariamente, hanno struttura contrattuale e richiedono dunque l'accordo della società (anche se opererà molto spesso il meccanismo dell'art. 1333 c.c. per la conclusione del contratto con obbligazioni del solo proponente).» Così M.S. SPOLIDORO, *Riserve targate*, cit., 1338.

In tale contesto, un Autore, che ha recentemente proposto un inquadramento teorico di ampio respiro del fenomeno delle *riserve targate o personalizzate* e un tentativo di ricostruzione della relativa disciplina<sup>231</sup>, ha reputato legittima una clausola statutaria che stabilisca l'accontamento di parte degli utili generati dall'impresa al fine di ricostituire la riserva targata erosa dalle perdite<sup>232</sup>, e così allo scopo di tutelare l'aspettativa alla sua restituzione del soggetto che ne ha determinato la formazione<sup>233</sup> ovvero alla sua utilizzazione a liberazione della quota di propria spettanza di aumenti di capitale a pagamento<sup>234</sup>.

---

<sup>231</sup> L'espressione "riserva targata o personalizzata" è stata coniata da G.B. PORTALE, *Appunti in tema di versamenti...*, cit., 93. Seppur in molti dei contributi citati alla nota precedente si riscontrino accenni, più o meno sviluppati, al tema delle riserve targate (come ad esempio in quelli di G.E. COLOMBO, *Il bilancio d'esercizio*, cit., 511, nt. 80 e 517 nt. 101; L. PARRELLA, *Versamenti in denaro...*, cit., 152 ss.; G. TANTINI, *I versamenti dei soci...*, cit., 2004; P. BENAZZO, *Società di gestione di reti...*, cit., 205 ss.; S. FERRI, *Versamenti in conto...*, cit., 294 ss.) si v. specificatamente sul punto L. TRONCI, *Le riserve "targate" tra diritto e ragioneria*, in *Riv. soc.*, 2012, 1124 ss. e M.S. SPOLIDORO, *Riserve targate*, cit., 1323 ss. Anche la Cassazione ha recentemente avuto modo di pronunciarsi affermando la legittimità delle riserve targate: Cass., 24 luglio 2007, n. 16393, in *Foro it.*, 2008, I, 2244 ss. (con nota di C. PELLEGRINI), in *Giur. Comm.*, 2009, I, 42 (con nota di F. NIEDDU ARRICA), in *Riv. not.*, 2009, II, 1059 (con nota di A. FERRUCCI-C. FERRENTINO); in *Soc.*, 2009, 453 (con nota di T. LEONE). Vengono definite riserve targate o personalizzate le posta di patrimonio netto generate da un apporto, in denaro o in natura (sul quale si v. per tutti M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 3\*\*\*, Torino, 2004, 208 ss.) non imputato a capitale, vincolate rispetto chi le ha costituite e rispetto alle quali il vincolo può operare in varie forme, tali però da non compromettere l'appartenenza delle riserve stesse al patrimonio netto L. TRONCI, *Le riserve "targate"...*, cit., 1151 e M.S. SPOLIDORO, *Riserve targate*, cit., 1341 ss.

<sup>232</sup> In questi termini M.S. SPOLIDORO, *Riserve targate*, cit., 1347 ss.

<sup>233</sup> Che della distribuzione della riserva targata possa beneficiare il solo socio che l'ha formata è orientamento pacifico in dottrina G.B. PORTALE, *Appunti in tema di «versamenti in conto futuri aumenti di capitale»...*, cit., 100; G.E. COLOMBO, *Il bilancio d'esercizio*, cit., 517 nt. 101; L. PARRELLA, *Versamenti in denaro...*, cit., 153; S. FERRI, *Versamenti in conto capitale...*, cit., 297; M.S. SPOLIDORO, *Riserve targate*, cit., 1345. In giurisprudenza, Cass., 24 luglio 2007, n. 16393, cit.

<sup>234</sup> L'utilizzo della riserva targata per aumenti gratuiti del capitale sociale – che determinano l'attribuzione proporzionale delle nuove azioni a tutti i soci – si porrebbe in netto contrasto con il carattere personale della riserva stessa. In questi termini G.B. PORTALE, *Appunti in tema di «versamenti in conto futuri aumenti di capitale»...*, cit., 97; L. PARRELLA, *Versamenti in denaro...*, cit., 154; S. FERRI, *Versamenti in conto capitale...*, cit., 297; L. TRONCI, *Le riserve "targate"...*, cit., 1155; M.S. SPOLIDORO, *Riserve targate*, cit., 1348; *contra*, pur senza motivare, Cass., 24 luglio 2007, n. 16393, cit.. Fermo che la riserva targata possa beneficiare, anche nelle operazioni di aumento del capitale, il solo socio che ha contribuito a formarla, è necessario tutelare gli altri soci contro il rischio di veder diluita la propria partecipazione. Sicché si ritiene che l'imputazione della riserva a capitale debba essere accompagnata da un aumento effettivo offerto agli altri soci in opzione, in modo tale che gli sia consentito mantenere invariata la propria partecipazione pur dovendo far fronte ad un nuovo esborso. Ritengono trattarsi di un aumento misto, in parte gratuito (per i soci che utilizzano la riserva targata) e in parte a pagamento (per gli altri), L. PARRELLA, *Versamenti in denaro...*, cit., 155; S. FERRI, *Versamenti in conto capitale...*, cit., 298. Al contrario ritengono trattarsi di un aumento a pagamento la cui deliberazione facoltizza il socio alla liberazione per mezzo della riserva targata G.B. PORTALE, *Appunti in tema di «versamenti in conto futuri aumenti di capitale»...*, cit., 97 (che riporta a sua volta uno stralcio di uno scritto rimasto inedito di P. MARCHETTI) M.S. SPOLIDORO, *Riserve targate*, cit., 1349.

In altre parole, è stata sostenuta la legittimità di una clausola secondo la quale il socio che effettui apporti spontanei in denaro o in natura a favore della società da esso partecipata e si accordi con essa affinché la riserva generata dal predetto apporto rimanga di sua esclusiva pertinenza, si veda riconosciuto il beneficio patrimoniale dell'accantonamento di parte dell'utile al fine della ricostituzione della riserva medesima, nell'eventualità in cui questa sia intaccata dalle perdite. Anche in questo caso si noti che potenzialmente per ogni socio potrebbero concretarsi le condizioni oggettive e predeterminate alla verifica delle quali il riconoscimento del beneficio patrimoniale è subordinato.

In termini più generali, riterrei legittima la clausola che determini l'imputazione del risultato positivo a favore delle azioni il cui titolare abbia contribuito alla formazione della riserva, e ciò a prescindere dall'eventuale insorgenza di perdite di ammontare tale da incidere sulla consistenza o sulla sopravvivenza stessa della posta di netto.

La clausola, peraltro, potrebbe risultare appetibile per società particolarmente sottocapitalizzate, ove la misura della contribuzione, della "*messa a disposizione*" di risorse, da parte di ciascun socio si calcola più precisamente volgendo lo sguardo alle varie voci del netto piuttosto che alla sola voce del capitale nominale, e ciò a maggior ragione in un contesto storico come quello attuale dove i requisiti di capitalizzazione minima si assottigliano inesorabilmente.

Si noti che la prerogativa patrimoniale derivante dalla clausole da ultimo descritte potrebbe certamente essere trasferita con la partecipazione azionaria, e ciò a differenza di quanto previsto dal legislatore in tema di dividendo maggiorato, come noto insuscettibile di circolare con l'azione qualora essa sia ceduta a titolo oneroso o gratuito (*cf.* art. 127-*quater*, *comme terzo T.U.F.*). Circostanza quest'ultima, che induce taluno a sostenere che il dividendo maggiorato attenga sostanzialmente al socio e solo *formalmente* – se non addirittura *larvamente* – alla partecipazione azionaria<sup>235</sup> e che, tuttavia, in relazione alle clausole ora in analisi, non potrebbe assurgere ad argomento contrario alla sua ammissibilità, perché, in ipotesi, considerata contrastante con i canoni dell'impersonalità e dell'anonimato.

## **6. Profili di disciplina.**

L'adozione in sede costitutiva di clausole statutarie che al verificarsi di condizioni oggettive, predeterminate e potenzialmente riferibili ad ogni azionista accordano ai medesimi determinati privilegi patrimoniali non solleva evidentemente particolari problematiche, a ragione della necessaria convergenza del consenso dei soci fondatori per l'approvazione del contratto di società; ben diversa è la questione qualora si addivenga

---

<sup>235</sup> Si allude a M. STELLA RICHTER JR., *I troppi problemi...*, cit., 103.

all'introduzione della clausola *durante societate* e difetti l'unanimità nell'adozione della relativa deliberazione.

In tale eventualità, occorre stabilire se la clausola possa essere introdotta con le normali maggioranze richieste per le modificazioni statutarie, ovvero se sia *anche* necessario il consenso di coloro che al momento di introduzione della clausola stessa non concretino le condizioni cui il riconoscimento del beneficio patrimoniale è subordinato e dunque patiscano, in conseguenza della modificazione dell'assetto organizzativo, un immediato nocumento delle proprie prerogative patrimoniali pregresse; in secondo luogo occorre analizzare l'eventuale sussistenza del diritto di recesso per coloro che non concorrono all'approvazione della deliberazione dell'assemblea straordinaria riguardante tale modifica dell'organizzazione.

Preliminarmente, prima di dedicarsi alle suindicate questioni, è bene sottolineare che l'ordinamento societario riformato ha indubbiamente incrementato il potere della maggioranza di modificare la struttura organizzativa della società; la posizione del singolo è ormai quasi totalmente sacrificata al fine dell'efficienza decisionale e della libertà nell'organizzazione dell'attività di impresa<sup>236</sup>. In altre parole, l'interesse di gruppo alla variazione della struttura organizzativa dell'ente, in aderenza alle variabili esigenze dei soci o dell'attività d'impresa esercitata dall'ente medesimo, prevale sull'interesse del singolo all'immodificabilità delle regole fissate *ab initio* in sede costitutiva; il principio maggioritario, dunque, a fronte di mutevoli contingenze, consente un costante aggiornamento dell'assetto organizzativo della società e scongiura l'eccesso di rigidità che si verificherebbe qualora fosse richiesto il consenso unanime della compagine.

La prima questione non ha ragione di porsi qualora si stabilisca che la sussistenza delle situazioni soggettive, che rilevano per il riconoscimento

---

<sup>236</sup> Impostazione speculativa testimoniata da numerose scelte legislative, portato dell'intervento riformatore. Senza pretesa di esaustività, si consideri *i*) che la nuova disciplina della trasformazione eterogenea smentisce il diffuso convincimento dell'invariabilità della causa originaria del contratto sociale (sul quale, per tutti, G. MARASÀ, *Modifiche del contratto sociale e modifiche dell'atto costitutivo*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 6, t. I, Torino, 1993, 108 ss., ove ampi riferimenti; sulla nuova disciplina, *ex multis*, G. CARRARO, *Le trasformazioni eterogenee*, Torino, 2008, passim; A. CETRA, *Le trasformazioni omogenee ed eterogenee*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, IV, Torino, 2008, 131 ss.); *ii*) che la possibilità di revocare a maggioranza lo stato di liquidazione sconfessa l'orientamento per il quale al verificarsi di una causa di scioglimento sarebbe sorto un diritto soggettivo del socio ad ottenere la propria quota di liquidazione (si v., nuovamente, G. MARASÀ, *Modifiche del contratto sociale...*, *cit.*, 110 ss.); *iii*) che la possibilità di perseguire a maggioranza una scissione non proporzionale nega il dogma della necessaria partecipazione di tutti i soci al capitale delle società beneficiarie (G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza...*, *cit.*, 244 ss.; L.G. PICONE, *sub art. 2506-bis*, in *Trasformazione – Fusione – Scissione* a cura di L.A. Bianchi. *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2006, 1132 ss.; O. CAGNASSO, *sub art. 2506-bis*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario* diretto da G. Cottino e G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2004, 2363) e *iv*) che, in termini generalissimi, si è assistito ad un'"esplosione" delle cause legali di recesso proprio con conseguente deciso rinvigorismento del principio maggioritario.

del beneficio patrimoniale oggetto della clausola, sia considerata esclusivamente a far data dal momento di efficacia della clausola stessa o successivamente; soluzione questa espressamente adottata dal legislatore in relazione all'istituto del voto maggiorato *ex art. 127-quinques* T.U.F.<sup>237</sup>, fatta eccezione per l'adozione della clausola nel corso del procedimento di quotazione<sup>238</sup>, nonché sostenuta in dottrina, nel silenzio del dato normativo, in relazione all'istituto del dividendo maggiorato *ex art. 127-quater*<sup>239</sup>.

Qualche esempio potrebbe risultare chiarificatore: si immagini una clausola statutaria che riconosca il dividendo-fedeltà agli azionisti che abbiano detenuto ininterrottamente le partecipazioni per almeno due anni; nel caso in cui, al momento dell'introduzione della clausola, si stabilisca che il possesso continuativo sarà calcolato dal momento di efficacia della modificazione statutaria<sup>240</sup> in avanti, e quindi senza tenere in considerazione la durata del possesso precedente a tale momento, la questione *de qua* non ha ragione di porsi, non essendoci azionisti che, con l'introduzione della clausola, vedono pregiudicate le proprie prerogative patrimoniali pregresse. Tutti i soci, infatti, mantenendo la partecipazione per il periodo temporale fissato dallo statuto potranno vedersi riconosciuta la maggiorazione. La clausola, in altre parole, influenza la scelta del socio di mantenere o dismettere la partecipazione ma si pone in termini di neutralità in relazione alla durata possesso precedente all'efficacia della clausola stessa e quindi non determina una disparità di trattamento tra soci.

Al contrario, la problematica emerge qualora difetti la predetta precisazione sul periodo di maturazione del beneficio e, al momento della modificazione statutaria, l'anzianità "partecipativa" dei soci – come è probabile che sovente accada – sia diversa, ovvero addirittura qualora alcuni soci già soddisfino il requisito temporale previsto dalla clausola per il riconoscimento del diritto poziore.

Parimenti, si ponga mente ad una clausola statutaria che sancisca il riconoscimento di una maggiorazione del dividendo per quei soci che abbiano effettuato dei versamenti fuori capitale a favore della società partecipata. Anche in tal caso, il tema del consenso dei soci pregiudicati dalla clausola non emerge, oltre che naturalmente qualora nessun socio abbia già effettuato

---

<sup>237</sup> La maggiorazione del voto è, ai sensi dell'art. 127-quinques T.U.F., garantita agli azionisti che integrino il *vesting period* statutariamente individuato, decorrente dall'iscrizione – necessariamente successiva al momento di introduzione della clausola statutaria – nell'apposito registro, istituito ai sensi del secondo comma della disposizione citata.

<sup>238</sup> Si allude al comma settimo dell'art. 127-quinques che ammette la possibilità di stabilire statutariamente che nel *vesting period* sia computato anche il possesso pregresso alla data di iscrizione nel registro, qualora l'introduzione del voto maggiorato «sia adottata nel corso del procedimento di quotazione in un mercato regolamentato di una società non risultante da una fusione che coinvolga una società con azioni quotate»

<sup>239</sup> G.A. RESCIO, *sub art. 127-quater, cit.*, 1793; E. MARCHISIO, *La maggiorazione...*, *cit.*, 314.

<sup>240</sup> Coincidente con il momento dell'iscrizione della delibera che importa la modificazione statutaria, ai sensi dell'art. 2436, comma quinto, c.c..

dei versamenti, anche nel caso si stabilisca che i versamenti già effettuati non saranno considerati per il riconoscimento del beneficio; al contrario la criticità sussiste qualora si intendano computare ai fini del riconoscimento del privilegio anche i pregressi versamenti fuori capitale effettuati dagli azionisti.

In altre parole, se fissare il momento di efficacia della modificazione statutaria quale *dies a quo* per la valutazione della ricorrenza delle situazioni soggettive che determinano il riconoscimento della prerogativa patrimoniale è indubbiamente la soluzione che evita l'insorgere di spinose criticità, non può astrattamente escludersi la possibilità che l'assemblea intenda considerare anche situazioni pregresse già verificatesi, con la conseguenza che gli azionisti che non soddisfano le condizioni cui il riconoscimento del beneficio patrimoniale è subordinato supporteranno un immediata compressione delle proprie prerogative patrimoniali.

Tale questione presenta analogie con quella dell'introduzione di clausole di limitazione del voto che impattano sugli equilibri assembleari in essere, vale a dire nell'ipotesi in cui l'introduzione della nuova regola che deroga al criterio ponderale riduca immediatamente la capacità deliberativa di alcuni soci poiché questi già detengono una partecipazione superiore alla soglia limite, al superamento della quale cessa il diritto di voto esercitabile per le azioni detenute in eccedenza ovvero opera una modalità di calcolo meno che proporzionale<sup>241</sup>.

La problematica da ultimo accennata – come è stato recentemente messo in luce<sup>242</sup> – ha, da tempo, trovato ampio riscontro sul piano comparatistico senza però che emergesse una soluzione sostanzialmente condivisa; in particolare, sono state proposte tre differenti ricostruzioni: un orientamento risalente, sviluppatosi nell'ordinamento spagnolo, estende analogicamente la disciplina delle modifiche pregiudizievoli dei diritti di categoria e sostiene che la modificazione statutaria che comporta per alcuni azionisti una contrazione della capacità deliberativa necessita dell'approvazione della maggioranza di questi riuniti in assemblea speciale<sup>243</sup>. Un secondo orientamento, emerso nell'ordinamento tedesco, stabilisce che, qualora la modificazione statutaria importi una contrazione della capacità deliberativa delle

---

<sup>241</sup> Si pensi, ad esempio, all'introduzione di una clausola statutaria che inibisca il diritto di voto per le azioni eccedenti la soglia del 30% del capitale votante in una società nel cui azionariato un soggetto detiene una partecipazione complessiva superiore a detta soglia.

<sup>242</sup> Da G.P. LA SALA, *Principio capitalistico...*, cit., 206 ss.

<sup>243</sup> C. ALBORCH BATALLER, *El derecho de voto del accionista*, Madrid, 1977, 196; A.A. SÁNCHEZ, *Las acciones y los derechos del accionista*, in *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, diretto da R. Uria, A. Menendez, M. Olivencia, t. IV., v. 1°, Madrid, 1994, 159; G.J. SÁNCHEZ-CALERO, *Las acciones como fundamento de la condición de socio y como conjunto de derechos*, in *Las sociedades de capital conforme a la nueva legislación* di Garrido de Palma, Sánchez González, Aranguren Urriza, Martínez Fernández, Gardeazábal del Río, Madrid, 1990, 254 ss.; P.L. SERRERA CONTRERAS, *Limitación del número de votos que pueda emitir un socio en Sociedades Anónimas*, in *ADC*, 1968, 664 ss.



azioni detenute dal medesimo azionista, non potrebbe prescindere dal suo consenso poiché s'introdurrebbe una deroga al principio di parità di trattamento<sup>244</sup>. Infine, secondo altro indirizzo, l'introduzione della clausola richiederebbe l'approvazione dell'assemblea straordinaria con le normali maggioranze prescritte per le modificazioni statutarie<sup>245</sup>.

Le predette opzioni interpretative risultano astrattamente valide anche per la risoluzione della problematica *de qua*.

La prima ricostruzione è stata recisamente respinta sulla base dell'argomento che, se le clausole *ad incertam personam* non determinano

---

<sup>244</sup> In quest'ordine di idee, in luogo di molti, H.D. ASSMANN – F. BOZENHARDT, *Übernahmeangebote als Regelungsproblem zwischen gesellschaftsrechtlichen Normen und zivilrechtlich begründeten Verhaltensgeboten*, in *ZHR*, 1990, n. 9, 122; M. LUTTER – U.H. SCHNEIDER, *Die Beteiligung von Ausländern an inländischen Aktiengesellschaften – Möglichkeiten der Beschränkung nach geltendem Recht und Vorschläge de lege ferenda* –, in *ZGR*, 1975, 194; G. SPINDLER, §§ 1-149, in *Aktiengesetz. Kommentar*, a cura di Schmidt e Lutter, Band 1, Köln, 2008. Per ulteriori riferimenti, *cfr.* G.P. LA SALA, *Principio capitalistico...*, *cit.*, 207 nt. 26.

<sup>245</sup> Nell'ordinamento spagnolo, tra molti, J. GARRIGUES – R. URÍA, *Comentario a la ley de sociedades anónimas*, 3ª ed., a cura di A. Menendez e M. Olivencia, I, Madrid, 1976, 442; J.E. CACHÓN BLANCO, *Consideraciones en torno al derecho de voto en la Sociedad Anónima*, in *AC*, 1992, 509; G.J. SÁNCHEZ-CALERO, *La limitación del número máximo de votos correspondientes a un mismo accionista (con especial referencia a los bancos privados y al mercado de valores)*, in *RDBB*, 1991, 299 ss.; mentre, in quello tedesco, W. HÖLTERS, *Stimmrechtsbeschränkungen als Schutz vor Überfremdung*, in *DB*, 1975, 917, R. VOLHARD, § 134, rn. 22, in *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 2 ed., a cura di Kropff e Semler, München, 2004, 561; M. WILLAMOWSKI, § 134, rn. 3, in *Kommentar zum Aktiengesetz*, a cura di Spindler e Stilz, München, 2007, 1496; T. HOLZBORN, § 134, rn. 7, in *Heidelberger Kommentar zum Aktiengesetz*, a cura di Bürgers e Körber, Heidelberg, 2008, 881; U. HÜFFER, § 134, rn. 8, in *Aktiengesetz*, 8 ed., München, 2008, 727 ss. Nell'ordinamento italiano, si vedano invece, L. CALVOSA, *La partecipazione eccedente...*, *cit.*, 205 ss.; G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza...*, *cit.*, 241 ss.; G.P. LA SALA, *Principio capitalistico...*, *cit.*, 208 ss. (e, per ulteriori riferimenti bibliografici, anche riferiti alla giurisprudenza tedesca, 207 nt. 27). L'orientamento in analisi trova un primo, seppur solo incidentale, riscontro giurisprudenziale in App. Perugia, 31 gennaio 2013, *cit.*, 1213 ss. La lite veniva instaurata da una s.p.a. detentrica di una partecipazione azionaria pari al 34% del capitale sociale, in una situazione nella quale circa il 62% delle azioni erano detenute da una società fiduciaria, alla quale ventidue soci (tutti, salvo uno, detentori di una partecipazione inferiore al 10% del capitale sociale) avevano intestato le proprie azioni ed aveva ad oggetto, tra l'altro, la supposta invalidità di una delibera di assemblea straordinaria che, a maggioranza e con il voto contrario della società predetta, aveva introdotto in statuto una clausola di scaglionamento del voto. In particolare, la clausola prevedeva che «Qualora la partecipazione del socio rappresenti una percentuale di capitale sociale non superiore al 10% dello stesso ogni azione attribuisce il diritto ad un voto. Con riferimento alle partecipazioni che rappresentino direttamente o indirettamente percentuali più alte del capitale sociale, il socio esercita il diritto di voto nelle assemblee della Società secondo il seguente sistema di voto a scalare: a) un voto ogni azione con riferimento alle azioni della partecipazione che rappresentino sino al 10% del capitale sociale; b) un voto ogni due azioni con riferimento alle azioni della partecipazione che rappresentino tra il 10% ed il 20% del capitale sociale; c) un voto ogni tre azioni con riferimento alle azioni della partecipazione che rappresentino tra il 20% ed il 30% del capitale sociale; d) un voto ogni quattro azioni con riferimento alle azioni della partecipazione che rappresentino tra il 30% ed il 66,66% del capitale sociale. Tale sistema di voto a scalare non troverà più applicazione qualora un singolo socio abbia una partecipazione superiore ai 2/3 del capitale sociale».

La Corte perugina ha rigettato la domanda attorea – motivata sulla base del presunto abuso di maggioranza “plurisoggettivo” – non soffermandosi sulla questione del necessario consenso del socio immediatamente pregiudicato dalla clausola di limitazione del voto.

la creazione di una categoria – come si è più volte sottolineato in precedenza – difetta il presupposto per invocare l'applicazione della disciplina dell'art. 2376 c.c.; in altre parole, «dall'incapacità della modifica statutaria [...] di generare disuguaglianza tra le azioni discende l'inapplicabilità dell'istituto delle assemblee speciali»<sup>246</sup>. Critica che, per vero, risulterebbe fondata esclusivamente qualora fosse postulata l'applicazione *diretta* del meccanismo di tutela dell'assemblea speciale, e non *analogica* come sostenuto dall'«orientamento spagnolo».

Il secondo orientamento, invece, fa appello al principio di parità di trattamento al fine di richiedere il consenso individuale del singolo azionista pregiudicato. Pare però a chi scrive che nel caso in analisi difetti il presupposto per invocare l'applicazione del principio, e cioè la circostanza che il trattamento differenziato sia riservato a soci che versano in *identiche* condizioni. In altre parole, il fatto che l'introduzione di clausole di contingentamento o scaglionamento impatti in modo diverso sui singoli soci non determina di per sé una violazione della parità tra soci ma scaturisce dalla circostanza che *i soci versano in condizioni diseguali*, a ragione delle diverse aliquote di capitale dagli stessi detenute.

Peraltro, secondo una condivisibile corrente di pensiero il principio di parità di trattamento non avrebbe autonoma rilevanza per le *modifiche dell'organizzazione*, degradando in tal caso a mero indice di abusi, bensì rilevarebbe esclusivamente per gli *atti dell'organizzazione*, vale a dire per quei comportamenti che in senso lato concernono la gestione della società<sup>247</sup> o, come recentemente sostenuto, interessano profili distributivi tra i soci. Ciò significa che qualora la modificazione statutaria determini una diversità di riflessi sulle posizioni individuali dei singoli soci e non sia suffragata da un interesse della collettività, potrebbe sostenersi la violazione dei canoni di buona fede e correttezza ovvero, sussistendone i presupposti, appellarsi alla figura dell'abuso di maggioranza<sup>248</sup>.

Sembrerebbe allora che la risoluzione della problematica relativa alla maggioranza necessaria per l'introduzione della clausola non possa essere distinta da quella dell'eventuale spettanza del diritto di recesso.

In altri termini, se in conseguenza dell'introduzione di clausole statutarie che accordano determinati benefici patrimoniali al verificarsi di condizioni oggettive, predeterminate e potenzialmente riferibili ad ogni socio fosse accordato il diritto di recesso a coloro che non hanno concorso a tale mo-

---

<sup>246</sup> Come efficacemente affermato, seppur con riferimento all'introduzione di clausole limitative del diritto di voto, da G.P. LA SALA, *Principio capitalistico...*, cit., 208 ss.

<sup>247</sup> C. ANGELICI, *Parità di trattamento...*, cit., 12 ss.; A. CERRAI – A. MAZZONI, *La tutela del socio...*, cit., secondo i quali nella repressione dell'abuso di maggioranza «viene a trovare sostanziale attuazione il principio di parità di trattamento, in forza del quale possono essere sanzionati i comportamenti posti in essere in assenza di una giustificazione sostanziale».

<sup>248</sup> Estraneo all'ipotesi delineata nel testo è invece il conflitto di interessi, non potendo determinare la diversa distribuzione del peso del voto un danno potenziale alla società.

dificazione dell'assetto organizzato, sarebbe agevole concludere per l'introducibilità a maggioranza delle clausole predette.

In estrema sintesi, l'eventuale spettanza del diritto di recesso per i non consenzienti confermerebbe la correttezza dell'orientamento che reputa necessarie e sufficienti per l'introduzione delle clausole *ad incertam personam* che incidono sulle prerogative patrimoniali dei soci le normali maggioranze stabilite per le deliberazioni dell'assemblea straordinaria.

Così inquadrata la questione, la disposizione che induce a ritenere sufficiente per l'introduzione della clausola le normali maggioranze prescritte per le modificazioni statutarie risiede all'art. 2437, comma primo, lett. g) c.c. ove risulta espressamente riconosciuto all'assemblea il potere di variare l'assetto organizzativo dell'ente apportando «modificazioni dello statuto concernenti diritti di voto e di partecipazione».

La locuzione «diritti di partecipazione» non brilla certo per chiarezza, caratterizzandosi al contrario per una certa cripticità, cionondimeno emerge una significativa convergenza di opinioni nel ritenere che l'espressione si riferisca *almeno* ai diritti patrimoniali<sup>249</sup>, risultando, invece, ben più controverso se la tutela sussista *anche* per le modificazioni *indirette*<sup>250</sup>, migliorative<sup>251</sup> ovvero incidenti sui diritti diversi di categorie di azioni<sup>252</sup>.

---

<sup>249</sup> A. PACIELLO, *sub art. 2437 – 2437-sexies*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno D'Alcontres, II, Napoli, 1114; V. CALANDRA BUONAU-RA, *Il recesso del socio...*, *cit.*, 296; ritengono che l'espressione «diritti di partecipazione» si riferisca ai soli diritti patrimoniali, mentre V. DI CATALDO, *Il recesso del socio...*, *cit.*, 228; G. MARASÀ, *sub artt. 2437 – 2437-quinques*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, II, Padova, 2010, 784, sono inclini a ritenere che essa si riferisca anche i diritti amministrativi diversi dal diritto di voto.

<sup>250</sup> In senso affermativo A. DACCÒ, *Il recesso nelle s.p.a.*, in AA. VV., *Le nuove s.p.a.*, a cura di L. Panzani e O. Cagnasso, *Dottrina, Casi, Sistemi*, II, Bologna, 2010, 1414; *contra* V. DI CATALDO, *Il recesso del socio...*, *cit.*, 228; G. MARASÀ, *sub artt. 2437 – 2437-quinques*, *cit.*, 784; C. ANGELICI, *Sull'art. 2437, primo comma, lettera g) del c.c.*, in *Riv. not.*, 2014 865 ss..

<sup>251</sup> Ritengono che anche l'introduzione di modifiche migliorative determini il diritto di recesso: D. GALLETTI, *sub art. 2437 – 2437-sexies*, in *Il nuovo diritto delle società. Commento sistematico al D.l.gs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di A. Maffei Alberti, II, Padova, 2005, 1510; F. CHIAPPETTA, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi*, in *Riv. soc.*, 2005, 496; G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza...*, *cit.*, 239; P.F. MONDINI, *Le azioni correlate*, 2 ed., Milano, 2009, 192 ss. nt. 177; G.P. LA SALA, *Principio capitalistico...*, *cit.*, 214 nt. 43; G. MARASÀ, *sub artt. 2437 – 2437-quinques*, *cit.*, 784. L'orientamento è ancorato al solo, e peraltro assai debole, argomento letterale secondo il quale la disposizione, parlando genericamente di modifiche dei diritti di voto e partecipazione, non consentirebbe di limitare il recesso alle sole modifiche pregiudizievoli, con la conseguenza che *tutte le modificazioni*, e tra queste anche quelle *neutre* o addirittura *migliorative*, sarebbero idonee ad innescare la tutela. Mi permetto di dissentire sulla base di un argomento logico-sistematico che ritengo ben più pregnante: il recesso è strumento di *tutela* dell'azionista che, senza il suo consenso, vede modificata l'organizzazione societaria, e dunque ove la modifica stessa lasci impregiudicate, o addirittura alteri in senso migliorativo le prerogative del socio, non dovrebbe esservi spazio per esso.

<sup>252</sup> Lo negano A.A. ABU, *I «diritti di voto e di partecipazione» fra recesso e assemblee speciali*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II, 333 ss.; M. CIAN – C. SANDEI, *La partecipazione azionaria...*, *cit.*, 147 secondo i quali bisognerebbe distinguere nettamente i campi di applicazione dei rimedi dell'assemblea speciale e del diritto di recesso «da un lato,

A ragione di quanto precede, l'introduzione delle clausole in analisi, avendo ad oggetto proprio una potenziale alterazione delle prerogative patrimoniali di tutti gli azionisti, può ritenersi ricadere nell'alveo delle modificazioni statutarie concernenti i «diritti di partecipazione», e come tale idonea a determinare il diritto di *exit* per i non consenzienti alla variazione.

Il riconoscimento della piena legittimità delle modifiche statutarie che incidono sulla disciplina dei diritti di partecipazione sconfessa poi la presunta esistenza di un diritto individuale del socio a conservare inalterate, nel corso del rapporto sociale, le proprie prerogative patrimoniali sancite nel contratto di società<sup>253</sup>.

Peraltro, un argomento a sostegno della correttezza della soluzione proposta – cioè, si ribadisce, l'introducibilità a maggioranza delle clausole in analisi, salvo il diritto di recesso per i soci non consenzienti – è ricavabile dall'evoluzione normativa dell'istituto della maggiorazione del dividendo nelle società quotate.

La versione originaria della norma, nulla stabiliva in ordine all'eventuale spettanza del diritto di recesso per i soci che non avessero concorso all'introduzione statutaria del dividendo-fedeltà; tuttavia, nel silenzio del dato normativo, la dottrina unanime<sup>254</sup> propendeva per la sussistenza della tutela, proprio muovendo dall'art. 2437, primo comma, lett. g) c.c.

Il legislatore, con il c.d. decreto correttivo *Shareholders' rights*<sup>255</sup>, introduceva però un nuovo comma 4-ter all'art. 127-*quater* T.U.F., stabilendo che l'introduzione della maggiorazione del dividendo «non attribuisce il diritto di recesso ai sensi dell'articolo 2437 del codice civile». Tale disposizione invece che chiarire una conclusione già desumibile dal sistema<sup>256</sup>, par-

---

restringendo il recesso alle sole ipotesi in cui la modificazione disposta dall'assemblea straordinaria concerne i diritti di *tutti i soci* indistintamente; dall'altro subordinando all'approvazione dell'assemblea speciale soltanto l'attuazione di quelle modifiche che pregiudicano i «diritti diversi» che contraddistinguono *alcune categorie azionarie*, senza che residui poi spazio per un'ulteriore difesa». Ricontra più consensi l'orientamento opposto che riconosce ai titolari di azioni di categoria la facoltà di recedere in caso di modificazioni dei «diritti diversi» delle proprie azioni; in tal senso, F. CHIAPPETTA, *Nuova disciplina...*, cit., 495 ss.; G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza...*, cit., 238 ss.; D. GALLETTI, *sub art. 2437 – 2437-sexies*, cit., 1509; U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit., 996; P. F. MONDINI, *Le azioni correlate...*, cit., 192 ss. nt. 177, V. DI CATALDO, *Il recesso del socio...*, cit., 228; C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, 2ª ed., Milano, 2009, 107 nt. 19. Si discute in tal caso se il mancato concorso del socio alla delibera che legittima il recesso debba aver luogo nell'assemblea generale, nell'assemblea speciale o in entrambe. Sui termini della questione, v. M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione...*, cit., 344 ss.

<sup>253</sup> E altresì sancisce l'insostenibilità sul piano del diritto positivo di una concezione della parità di trattamento che imponga agli organi sociali di rispettare le originarie proporzioni di partecipazione ai vantaggi e sacrifici sociali. In questi termini, G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza...*, cit., 243.

<sup>254</sup> M. STELLA RICHTER JR., *I troppi problemi...*, cit., 94; R. CUGNASCO, *La maggiorazione del dividendo...*, cit., 943 ss.; G.A. RESCIO, *Clausole di maggiorazione...*, cit., 288 nt. 22.

<sup>255</sup> D.lgs. 18 giugno 2012, n. 91.

<sup>256</sup> Come parrebbe sostenere la *Relazione* illustrativa predetto decreto al D.lgs. 91/2012, ove si afferma che la modifica introdotta prevede «l'esplicitazione che

rebbe prevedere una deroga espressa alla disciplina legale del recesso poiché ne inibisce l'operatività nonostante si introduca una modificazione dei diritti patrimoniali dei soci, come visto ricadenti nella locuzione «diritti di partecipazione» ci cui all'art. 2437, comma primo, lett. g).

E così, convenendo sulla natura derogatoria della disposizione, e conseguentemente sulla sua eccezionalità, non si potrebbe invocare l'applicazione al di fuori dell'ordinamento della società per azioni quotata<sup>257</sup>, con l'immediata conseguenza che l'introduzione del dividendo-fedeltà (o di altre clausole che similmente ad esso sono caratterizzate dal meccanismo condizionale nell'attribuzione di prerogative patrimoniali) determinerà *sempre* la spettanza del diritto di recesso nel contesto della società azionaria chiusa<sup>258</sup>.

## 7. I «diritti particolari dell'azionista» nella società per azioni chiusa.

Esaurita l'analisi delle clausole statutarie che al verificarsi di condizioni oggettive, predeterminate e potenzialmente riferibili ad ogni azionista riconoscono ai medesimi determinati privilegi patrimoniali, e che quindi consentono una tenue, anche se evidente, emersione di profili personalistici nella società azionaria benché nel rispetto dei canoni dell'impersonalità e dell'anonimato per l'attribuzione di situazioni giuridiche ai soci, occorre volgere lo sguardo a forme più marcate di personalizzazione e, più precisamente, è necessario interrogarsi sulla legittimità dei «diritti individuali convenzionali» del socio di s.p.a.<sup>259</sup>, cioè diritti riconosciuti a uno o più azionisti singolarmente individuati (e non, di riflesso, quali possessori di una determinata categoria azionaria).

Valido punto di partenza dell'indagine sono le ipotesi normativamente previste di attribuzione *ad personam* di situazioni giuridiche.

Prima però di addentrarsi nell'analisi delle predette ipotesi, occorre soffermarsi sulla peculiare fattispecie – conosciuta nel nostro ordinamento sin dall'emanazione del codice civile del 1942 e sostanzialmente immutata ad esito dell'intervento riformatore – delle prestazioni accessorie *ex art.* 2345 c.c.

La funzione di tale norma è quella di consentire alla società azionaria di avvalersi del contributo personale dei soci che, oltre al conferimento, si

---

l'introduzione del meccanismo di maggiorazione del dividendo non legittima al recesso ai sensi dell'articolo 2437 del codice civile» (corsivo mio).

<sup>257</sup> Conclusione che, del resto, mi pare perfettamente coerente con quanto precedentemente affermato in ordine alle difficoltà, se non addirittura all'impossibilità, di estendere analogicamente i limiti al dividendo maggiorato previsti dall'art. 127-*quater* T.U.F. qualora questo sia inserito negli statuti di società azionarie chiuse.

<sup>258</sup> Si noti, peraltro, che la preclusione del diritto di recesso non è reputata operante *anche nella società quotata* qualora la maggiorazione del dividendo sia accordata solo ad una categoria azionaria (ovvero, seppur dubitativamente, in presenza di «condizioni ulteriori»): così E. MARCHISIO, *La maggiorazione...*, *cit.*, 316.

<sup>259</sup> Le espressioni è di M. NOTARI, *Le categorie speciali...*, *cit.*, 613.

obbligano a prestazioni ulteriori della più varia natura<sup>260</sup>, purché diverse da apporti pecuniari, ritenute evidentemente funzionali al conseguimento dell'oggetto sociale.

Sebbene risulti lampante la personalizzazione della società che l'adozione dell'istituto comporta, risultando ovviamente essenziale l'*intuitus* dei soci che a dette prestazioni sono vincolati<sup>261</sup>, la fattispecie presenta la peculiarità che l'attribuzione dell'*obbligo ulteriore* è comunque mediata dalla partecipazione azionaria<sup>262</sup> e non direttamente riconducibile alla persona dell'azionista<sup>263</sup>.

---

<sup>260</sup> Possono, infatti, prevedersi obbligazioni di *dare*, di *fare* e di *non fare*. Nella prima categoria si annovera l'assegnazione di qualsiasi entità – anche non conferibile a capitale – fatta eccezione per le prestazioni pecuniarie, stante il divieto espresso al primo comma dell'art. 2345. La ragione di tale esclusione è stata variamente individuata. Secondo G. FRÈ, *sub art. 2345, cit.*, 210, l'esclusione si giustificherebbe, da un lato, perché le prestazioni di denaro avvengono, di regola, nella forma del conferimento, dall'altro, perché «le prestazioni accessorie costituiscono un'obbligazione che deve essere assolta dal socio e non da una persona diversa, come potrebbe invece indifferentemente avvenire se oggetto di essa fosse il pagamento di una somma di denaro». Secondo A. BARTALENA, *Le prestazioni accessorie*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 1\*\*\*, Torino, 2004, 876 ss., la *ratio* del divieto sarebbe da rinvenire nella circostanza che il tipo s.p.a. non consente un'esposizione debitoria illimitata degli azionisti e, su questi basi, l'A. propende per l'ammissibilità delle prestazioni di finanziamento, purché dal rimborso garantito e di valore predeterminato. In senso contrario, G. FRÈ, *sub art. 2345, cit.*, 210 nt. 1, secondo il quale, la pattuizione, benché legittima, non ricadrebbe nell'ambito applicativo dell'istituto, e G. BERTELOTTI, *Società con prestazioni accessorie, cit.*, 285, che ne limita l'efficacia sul piano parasociale. Con riferimento alle obbligazioni di *fare*, si ritiene che le prestazioni accessorie possano avere ad oggetto qualsiasi attività manuale, professionale o intellettuale, così A. PISANI MASSAMORMILE, *I conferimenti nelle società per azioni. Acquisti pericolosi. Prestazioni accessorie*, in *Codice Civile. Commentario*, diretto da P. Schlesinger, Milano, 1994, 339; G. BERTELOTTI, *Società con prestazioni accessorie, cit.*, 320. Anche lo svolgimento di cariche sociali è ritenuto ammissibile, discutendosi invece sulla necessaria competenza assembleare per la relativa nomina (si v. ancora, con posizioni non uniformi, G. BERTELOTTI, *Società con prestazioni accessorie, cit.*, 309 ss.; A. PISANI MASSAMORMILE, *I conferimenti..., cit.*, 340; A. BARTALENA, *Le prestazioni accessorie..., cit.*, 886). Quanto alle prestazioni di non fare, l'attenzione della dottrina si è concentrata sull'ipotesi, ritenuta ammissibile, di prestazione accessoria consistente nel divieto di svolgere attività in concorrenza con la società, in questo senso G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, a cura di C. Angelici e G.B. Ferri, 12<sup>a</sup> ed., Torino, 2006, 284; A. PISANI MASSAMORMILE, *I conferimenti..., cit.*, 341.

<sup>261</sup> Come risulta confermato dalla stessa disciplina del codice civile in tema di trasferimento delle azioni, per il quale, ai sensi del secondo comma dell'art. 2345, è richiesto il *placet* degli amministratori non essendo indifferente per la società la persona dell'obbligato all'esecuzione della prestazione accessoria.

<sup>262</sup> L'inscindibile legame tra partecipazione azionaria e prestazione accessoria non consente, tuttavia, di asserire con certezza che le azioni con prestazioni accessorie costituiscono una speciale categoria azionaria. Conclusione questa che, invero, risulta negata dalla dottrina maggioritaria. Se per dipanare la questione non sembra dirimente volgere l'attenzione al concetto di «diritto diverso» *ex art. 2348 c.c.* – e ciò a ragione delle molteplici letture di questo proposte in dottrina (cfr. *supra* § 4, testo e nt. 97) –, sembra persuadere in favore dell'orientamento negativo l'incompatibilità tra l'art. 2345, ultimo comma, che, se non diversamente stabilito in statuto, richiede il consenso unanime della compagine per (tutte) le modificazioni delle prestazioni accessorie, e l'art. 2376 c.c. a tenore del quale è, invece, richiesto il consenso della maggioranza degli azionisti di categoria (per le sole modifiche pregiudizievoli dei diritti di categoria). Anche facendo leva su tale “conflitto” di discipline, propendono per l'orientamento che nega alle azioni con prestazioni accessorie la natura di categoria, A. PISANI MASSAMORMILE, *I conferimenti..., cit.*, 361; C. ANGELICI, *Le*

Ben più significative, dibattendo dell'ammissibilità dei «diritti particolari dell'azionista», sono le disposizioni che rispettivamente consentono di accordare benefici ai *promotori* ed ai soci *fondatori*.

Ai sensi dell'art. 2340, comma primo, c.c. i promotori possono riservarsi nell'atto costitutivo, indipendentemente dalla loro qualità di soci, una partecipazione non superiore complessivamente a un decimo degli utili netti risultanti dal bilancio e per un periodo massimo di cinque anni<sup>264</sup>; tale beneficio patrimoniale, stante il divieto espresso al secondo comma della disposizione in parola, è l'unico accordabile ai firmatari del programma (cfr. art. 2337 c.c.) e risulta evidentemente finalizzato alla retribuzione della complessiva attività svolta per la costituzione dell'ente<sup>265</sup>.

---

*azioni, cit.*, 20; M. BIONE, *Le azioni, cit.*, 47; G. BERTOLOTTI, *Società con prestazioni accessorie, cit.*, 348; *contra* A. BARTALENA, *Le azioni con prestazioni accessorie come categoria di azioni, cit.*, 203 ss.; ID., *Le prestazioni accessorie..., cit.*, 848 ss. Si v., tuttavia, l'orientamento intermedio di M. NOTARI, *sub art. 2348, cit.*, 158, nt. 18 e 165, secondo il quale la configurabilità di una categoria azionaria sarebbe del tutto eventuale, sussistendo solamente se il medesimo obbligo ulteriore gravasse su una parte determinata delle azioni complessivamente emesse dall'emittente e se, al contempo, lo statuto si avvallesse della possibilità di derogare la regola unanimitica dell'art. 2345, ultimo comma, c.c., con conseguente applicazione della tutela dell'assemblea speciale.

<sup>263</sup> Non appaiono quindi del tutto convincenti le conclusioni di M.B. PORTALE, *I diritti «particolari» del socio di s.p.a. (prime riflessioni sulla personalizzazione della società per azioni chiusa)*. Tesi di dottorato in diritto commerciale, Università degli studi di Brescia, a.a. 2009/2010, 29, secondo il quale «gli obblighi accessori, *sebbene strettamente connessi alla titolarità di determinate azioni, non hanno matrice azionaria*, ma trovano fondamento in regole organizzative statutarie (i.e. le clausole che li contemplano), le quali, prevedendo doveri aggiuntivi rispetto quello tipico del conferimento, arricchiscono – personalizzandola: sia da un punto di vista soggettivo, in relazione al socio obbligato, sia oggettivamente, con riferimento al contenuto concreto dell'obbligazione – la partecipazione sociale, con la conseguenza che il contenuto della medesima non coincide con quello della partecipazione azionaria» (corsivo mio). Su queste basi ed estendendo il ragionamento, infatti, potrebbe illogicamente giungersi a negare la «matrice azionaria» delle azioni “speciali” che proprio nello statuto sociale vedono delineate il proprio carattere differenziale rispetto alle altre azioni dell'emittente. In altri termini, non mi pare che l'individuazione in statuto delle posizioni giuridiche riconducibili al titolare dell'azione mistifichi la natura azionaria dell'azione medesima.

<sup>264</sup> Gli antecedenti normativi della disciplina dei promotori sono rappresentati dall'art. 134 codice di commercio del 1865, ai sensi del quale «nella costituzione della società i promotori non possono riservare a loro profitto alcun premio, aggio o beneficio particolare rappresentato in qualsiasi forma da prelevamenti, azioni od obbligazioni di favore. Possono però riservarsi una partecipazione agli utili che la società fosse per conseguire durante uno o più esercizi dell'impresa sociale, ed il cui pagamento abbia luogo dopo la formazione ed approvazione del bilancio»; e poi, successivamente, dall'art. 127 codice di commercio del 1882, il quale, dopo aver ripetuto senza modifiche il primo comma del precedente art. 134, nel secondo comma poneva il limite di un decimo agli utili annui che i promotori potevano riservarsi e fissava in non più di un terzo della durata della società e, in ogni caso, in non più di cinque anni il tempo massimo di tale beneficio.

<sup>265</sup> Come risulta dalle Relazioni al codice di commercio del 1882 e al codice civile. Sul punto, si v. P. CALAMANDREI, *Prestazioni e compensi dei promotori della società per azioni*, nota a Cass., 5 febbraio 1942, in *Riv. dir. comm.*, 1942, II, 69. F. GALGANO, *sub art. 2341. Della società per Azioni, Commentario del Codice Civile Scialoja – Branca*, diretto da F. Galgano, t. I, Bologna – Roma, 2005, 197; J. BERTONE, *sub artt. 2337-2341, in Costituzione - Conferimenti*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 313.

A ragione dell'infrequente applicazione del procedimento di costituzione per pubblica sottoscrizione e, soprattutto, della non necessaria coincidenza tra il ruolo di promotore e quello di azionista, conviene focalizzare l'attenzione, nell'analisi della tematica, sulla seconda fattispecie precedentemente accennata: i benefici, accordabili ai sensi dell'art. 2341 c.c., ai soci fondatori<sup>266</sup>, cioè i soggetti che partecipano alla stipulazione dell'atto costitutivo (sia essa simultanea o per pubblica sottoscrizione).

L'istituto ha subito una sostanziale modifica ad opera dell'intervento riformatore. La disposizione citata, infatti, a differenza di quella previgente, richiama solo il primo comma dell'art. 2340 c.c., con la conseguenza che il mancato richiamo del divieto di cui al secondo comma<sup>267</sup> induce a ritenere legittimo il riconoscimento ai soci fondatori di benefici patrimoniali diversi da quello avente ad oggetto la partecipazione agli utili netti di bilancio<sup>268</sup>, discutendosi, in tal caso, dell'applicabilità in via analogica del limite di durata quinquennale<sup>269</sup>.

---

<sup>266</sup> Ipotesi non dissimile da quelle previste in altri ordinamenti continentali: si v., in particolare, l'art. L. 225-8 del *C. comm.* francese e il § 26 dell'*Aktiengesetz* tedesco.

<sup>267</sup> La diversa posizione tra promotori e fondatori si giustifica, secondo la *Relazione* illustrativa al d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 (§ 1.6), «considerando che nel caso dei fondatori, a differenza di quello dei promotori, non si pone il problema di tutelare il pubblico dei risparmiatori cui tipicamente si volge la costituzione per pubblica sottoscrizione; ma si colloca in un contesto tipicamente contrattuale, per il quale quindi meno giustificati possono apparire limiti all'autonomia privata». Un Autore ha criticato tale differenziazione, sottolineando che anche nella costituzione simultanea è possibile il coinvolgimento del pubblico di risparmiatori: G. CASTELLANO, *sub art. 2341, in Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, I, Napoli, 2004, 152, che conclude – ponendosi in netto contrasto con la volontà del legislatore storico – per l'applicazione analogica dell'art. 2340, secondo comma, all'art. 2341 c.c.

<sup>268</sup> Tra i quali sono stati annoverati il diritto di sottoscrivere a prezzo predeterminato azioni di futura emissione (C. MONTAGNANI, *sub art. 2341, in La riforma delle società. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 2003, 81; M. MALTONI, *sub art. 2341, in Il nuovo diritto delle società. Commento sistematico al D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2005, 91); il diritto di prelazione alla conclusione di futuri contratti commerciali con la società; il diritto di opzione per la stipulazione di futuri contratti di fornitura alla società a prezzo determinabile (ferma l'applicazione, nella circostanza, degli artt. 2343-bis o 2465, secondo comma, c.c. ove ne ricorrano le condizioni); il diritto di prelazione in caso di vendita delle partecipazioni sociali a prezzo predeterminato (c.d. *prelazione impropria*) per un certo periodo di tempo dalla costituzione (si v. la Massima n. 25 del 2012 dell'Osservatorio del Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, 9, consultabile *on line* al sito [internet www.consiglionotarilefirenze.it](http://www.consiglionotarilefirenze.it)). In termini più generali, è stata affermata la legittimità «di qualsiasi beneficio patrimoniale che il diritto societario vigente consente di associare alla partecipazione azionaria», così J. BERTONE, *sub artt. 2337-2341, cit.*, 320, nello stesso senso G.L. NIGRO, *sub art. 2341, in Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, II, Padova, 2010, 120.

<sup>269</sup> La dottrina maggioritaria propende per l'estensione del limite sulla base dell'argomento secondo il quale, diversamente opinando, non avrebbe alcuna ragion d'essere il rinvio operato dall'art. 2341 al primo comma dell'art. 2340 c.c.; in questi termini M. CAVANNA – B. PETRAZZINI, *sub art. 2341, in Il nuovo diritto societario. Commentario* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Bologna, 2004, 128, nt. 4; F. GALGANO, *Della società per Azioni, cit.*, 195; G.L. NIGRO, *sub art. 2341, cit.*, 120; Massima n. 25 del 2012 dell'Osservatorio del Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, *cit.*; 9-10. Al contrario, negano alcun vincolo di ordine temporale C. MON-



Incerta risulta invece la possibilità di riconoscere benefici amministrativi ai soci fondatori, oscillando il panorama dottrinale tra posizioni di netta apertura e orientamenti più cauti invero non sempre sorretti da persuasive motivazioni<sup>270</sup>.

Astraendo dal tema dei benefici in concreto accordabili ai soci fondatori, occorre rimarcare che la fattispecie determina un *fortissimo grado di personalizzazione* poiché consente di ancorare direttamente alla persona dell'azionista determinati vantaggi che pertanto risultano totalmente svincolati dalla partecipazione azionaria<sup>271</sup>, con immediate ricadute in ordine alla modificabilità delle posizioni giuridiche oggetto del beneficio<sup>272</sup>.

---

TAGNANI, *sub art. 2341, cit.*, 82; M. SILVA, *sub art. 2341*, in *Commentario breve al codice civile*, 10 ed., a cura di G. Cian, Padova, 2011, 2712.

<sup>270</sup> Senza pretesa di esaustività, si è ritenuto che possano essere riconosciuti ai fondatori i) il diritto di esprimere il gradimento – anche mero – per l'ingresso di nuovi soci (M. SILVA, *sub art. 2341, cit.*, 2712; G.L. NIGRO, *sub art. 2341, cit.*, 120); ii) il diritto di presentare liste per la nomina di cariche sociali, facendo leva sulla disposizione prevista nell'ultimo periodo del primo comma dell'art. 2368 c.c. (V. DE STASIO – M. PELLIZZERI, *sub art. 2341*, in *Codice civile commentato*, a cura di G. Alpa e V. Mariconda, Libro V, coordinato da F. Lapertosa, S. Liebman, G. Sbisà e A. Zoppini, Milano, 2005, 1189; G.L. NIGRO, *sub art. 2341, cit.*, 120); iii) il diritto di voto plurimo (pur nella vigenza del divieto di cui all'art. 2351, quarto comma, c.c. (vecchia formulazione) si erano così espressi M. SILVA, *sub art. 2341, cit.*, 2712; F. GALGANO, *Della società per Azioni, cit.*, 197). Controverta – in quanto l'art. 2383 c.c. sancisce la competenza esclusiva dell'assemblea, salve soltanto le eccezioni testualmente ivi previste – è la possibilità di riconoscere ai fondatori il diritto di eleggere direttamente i membri degli organi sociali, mutuando l'esperienza del c.d. *Ensntudngrecht* del diritto tedesco (§ 101 *AktG*) e del diritto austriaco (§ 88 *AktG*) ove vengono riconosciuti privilegi *ad personam* riguardanti la nomina dei componenti del consiglio di sorveglianza. Si sono espressi favorevolmente sul punto M. SILVA, *sub art. 2341, cit.*, 2712; F. GALGANO, *Della società per Azioni, cit.*, 197; M.B. PORTALE, *I diritti «particolari»...*, *cit.*, 45). In netta controtendenza, M. MALTONI, *Quali benefici possono riservarsi i soci fondatori?*, in *RDS*, 2010, II, 896, e la Massima n. 25 del 2012 dell'Osservatorio del Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, *cit.*; 9-10, che propugnano l'orientamento secondo il quale non sarebbero attribuibili benefici amministrativi ai soci fondatori, fondando tale convincimento sul carattere storico e non attuale della qualità di fondatore. Il ragionamento può essere sintetizzato come segue: se la qualità di fondatore si acquista in virtù di un fatto passato (*i.e.* la partecipazione all'atto costitutivo) e si conserva a prescindere dalla permanenza della qualità di socio (come affermano, in altri contesti normativi, A. PISANI MASSAMORMILE, *I conferimenti...*, *cit.*, 220 e M.S. SPOLIDORO, *Gli acquisti «pericolosi»*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e da G. B. Portale, 1\*\*\*, Torino, 2004, 686), allora non possono essere riconosciute al socio fondatore prerogative amministrative che, come tali, risultano pur sempre funzionali alla tutela dell'investimento. Se la premessa può risultare condivisibile, non mi pare che la conclusione debba essere necessariamente così radicale: potrebbe pur sempre sostenersi che la prerogativa amministrativa – a differenza di quella patrimoniale – possa essere riconosciuta finché permanga in capo al fondatore anche la qualità di socio, proprio per la sua intrinseca natura di strumento finalizzato alla tutela dell'investimento; v. in quest'ordine di idee M.B. PORTALE, *I diritti «particolari»...*, *cit.*, 47. Ammettono, invece, la permanenza anche dei benefici amministrativi nonostante il venir meno dello *status socii* V. DE STASIO – M. PELLIZZERI, *sub art. 2341, cit.*, 1189)

<sup>271</sup> In questi termini, correttamente, M.B. PORTALE, *I diritti «particolari»...*, *cit.*, 46; nello stesso senso M. MALTONI, *Quali benefici...*, *cit.*, 891.

<sup>272</sup> Quanto alla modificabilità del beneficio, è *communis opinio* che non possano essere modificato senza il consenso del titolare; in questi termini G. MARASÀ, *Modifiche del contratto sociale...*, *cit.*, 19; M. MALTONI, *Quali benefici...*, *cit.*, 898; *contra* M.B. PORTALE, *I diritti «particolari»...*, *cit.*, 46, il quale valorizzando, in generale, l'autonomia statu-

Come è stato icasticamente affermato la regola dall'art. 2341 c.c. «sembra gettare dei nomi [...] in un ambiente sistematico abitato solo da numeri»<sup>273</sup>. Ma il *genus* delle disposizioni che attribuiscono rilevanza all'elemento personalistico sembra constare anche di altri eloquenti esemplari.

Tralasciando – a ragione della *specialità* dei soggetti coinvolti – l'art. 2449 c.c., a tenore del quale nel caso di società per azioni chiuse partecipate dallo Stato o da enti pubblici è possibile che lo statuto conferisca ad essi la facoltà di nominare un determinato numero, proporzionale alla partecipazione posseduta<sup>274</sup>, di componenti degli organi di gestione e controllo, è invece necessario soffermarsi sulle ipotesi contemplate dagli artt. 2355-*bis*, secondo comma, e 2437-*sexies* c.c., ove il legislatore rispettivamente disciplina il potere di esprimere il gradimento ed il potere di riscatto, stabilendo che essi possano essere riconosciuti anche *ai soci*.

Tale generico riferimento ha indotto ed induce tutt'oggi ad interrogarsi sulla validità di clausole statutarie che riconoscano il gradimento o il riscatto a *singoli soci* nominativamente individuati, senza cioè che tali poteri caratterizzino categorie azionarie (ovvero la generalità delle azioni dell'emittente).

Conviene analizzare separatamente le due ipotesi.

Quanto al gradimento, la questione è sovente affrontata *in una* con quella della possibilità di rimettere il potere di esprimere il *placet* al *terzo*. Infatti, se si è orientati a ritenere ammissibile il potere in capo a quest'ultimo, il passo logico per ammetterlo pure in capo al singolo azionista è brevissimo – praticamente immediato – e per di più confortato dal, pur equivocabile, richiamo letterale poco sopra riferito.

---

taria e, in particolare, l'affinità tra i benefici dei soci fondatori e i diritti particolari del socio di s.r.l., ammette la modificabilità dei medesimi a maggioranza.

<sup>273</sup> M. MALTONI, *Quali benefici...*, cit., 893.

<sup>274</sup> Per vero, il riferimento alla proporzionalità è fuorviante, come ricordato recentemente da C. IBBA, *La tutela delle minoranze nelle società a partecipazione pubblica*, relazione tenuta in occasione del Convegno in onore di Alberto Mazzoni, intitolato *La tutela delle minoranze nel diritto della società di capitali dopo la riforma*, svoltosi venerdì 24 ottobre 2014 a Pisa, presso la Scuola Superiore Sant'Anna. L'A. ha infatti sottolineato come, in presenza di soci pubblici minoritari, il potere di nomina possa risultare sì *proporzionale* alla partecipazione detenuta ma cionondimeno ben maggiore di quello che conseguirebbe all'applicazione del principio maggioritario. Si ponga mente al seguente esempio: una s.p.a., con un consiglio di amministrazione composto da 5 membri, è partecipata da tre soci: due privati, con partecipazioni rispettivamente del 60% e del 20%, e da un socio pubblico, titolare della partecipazione residuale, anch'essa pari al 20% del capitale sociale. In tal caso, è d'immediata evidenza che, tra i soci di minoranza, solo il socio pubblico potrà nominare un componente dell'organo amministrativo; potere proporzionale alla quota di capitale posseduta, ma che determina una frattura con gli ordinari meccanismi di nomina degli organi; in una società partecipata da solo soci privati, infatti, la nomina di *tutti* i consiglieri spetterebbe esclusivamente al socio di maggioranza, salva l'adozione volontaria, o imposta dalla legge, del meccanismo del voto di lista.

Si riscontrano così diverse voci inclini a ritenere che il *placet* possa essere rimesso sia al singolo socio che al terzo, statutariamente identificati<sup>275</sup>.

Con riferimento al potere di riscatto, invece, la maggioranza degli interpreti dubita che possa essere riconosciuto direttamente a singole individualità, siano esse facenti parte<sup>276</sup> ovvero estranee alla compagine sociale<sup>277</sup>.

Difficile trarre indicazioni univoche dal variegato panorama dottrinale del quale si è dato brevemente conto, più interessante è sottolineare che sulla base delle disposizioni precedentemente analizzate – e, più in generale, argomentando dall'«inidoneità dell'azioni ad esprimere l'«intera gamma»

---

<sup>275</sup> In questi termini, V. MELI, *sub art. 2355-bis*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, I, Napoli, 2004, 342, nt. 25; A. TUCCI, *Limiti alla circolazione delle azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Torino, 2007, 636, nt. 60; P. DAL SOGLIO, *sub art. 2355-bis*, *Il nuovo diritto delle società. Commento sistematico al D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di A. Maffei Alberti, I, Padova, 2005, 343; L. STANGHELLINI, *sub art. 2355-bis*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 575 nt. 33. Ritiene invece illegittime, ai sensi del nuovo art. 2355-bis, clausole statutarie che demandino il gradimento a soggetti estranei alla società, D. VATTERMOLI, *sub art. 2355-bis*, in *La riforma delle società. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 2003, 179. Per una posizione di totale chiusura con riguardo ad entrambe le ipotesi delineate nel testo, v. M. CIAN, *Clausola statutaria di prelazione e conferimento di azioni in società interamente posseduta*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2004, I, 706 nt. 40; ID., *sub art. 2355-bis*, in *Commentario breve al codice civile*, 10 ed., a cura di G. Cian, Padova, 2011, 2763.

<sup>276</sup> Negano la possibilità di riconoscere il riscatto a singoli soci D. GALLETTI, *sub art. 2437 - 2437-sexies*, *cit.*, 1617 «non potendo la maggiore “personalizzazione” della partecipazione sociale giungere sino a incentrare sulla *persona* del socio i poteri corporativi»; ID., *sub art. 2437-sexies*, in *Codice commentato delle società*, a cura di N. Abriani – M. Stella Richter, Torino, 2010, 1656; G. OPPO, *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, 61, per il quale «il potere di riscatto dei soci deve intendersi come potere inerente alle azioni cui è connesso, trasferibile, con esse, e non come potere dei soci (attuali)»; M. CICONTE, *sub art. 2437-sexies*, in *Codice commentato delle s.p.a.*, a cura di G. Faucegna e G. Schiano di Pepe, Torino, 2007, 1244; M. NOTARI, *sub art. 2346*, *cit.*, 163; N. CIOCCA, *sub art. 2347-sexies*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, II, Padova, 2010, 821; M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, Milano, 2013, 156 ss.; G. DI CECCO, *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, Torino, 2013, 270 nt. 66. Di parere opposto, ma del tutto apoditticamente, N. DE LUCA, *Validità delle clausole di trascinarsi (“drag-along”)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 180, il quale ritiene possibile riconoscere un potere di riscatto «anche a titolo personale».

<sup>277</sup> P. DE MARTINIS, *Le azioni riscattabili*, in *NGCC*, 2006, II, 398; M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, *cit.*, 170 ss.; E. MALIMPENSA, *I nuovi tipi di circolazione forzata delle partecipazioni sociali: spunti di riflessione*, in *La struttura finanziaria e I bilanci delle società di capitali*. Studi in onore di Giovanni E. Colombo, Torino, 2011, 231 nt. 13; implicitamente C. DI BITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2347-sexies c.c.*, in *Soc.*, 2008, 421 ss.; *contra* per l'ammissibilità del potere di riscatto direttamente in capo al terzo, prima della riforma, L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995, 270 ss., e dopo l'introduzione dell'art. 2347-sexies, EAD. *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 198; M. CALLEGARI, *sub art. 2437 - 2347-sexies*, in *Il nuovo diritto societario*. *Commentario* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Bologna, 2004, 1797. In termini dubitativi, invece, N. CIOCCA, *sub art. 2347-sexies*, *cit.*, 810, nt. 23; M. CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario a favore della società*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, I, 50.

delle posizioni soggettive in cui si può articolare la partecipazione sociale» – si è recentemente sostenuta, nel contesto della società azionaria chiusa, la legittimità di diritti sociali «particolari», avulsi cioè dalla partecipazione azionaria e assegnati personalmente ai soci<sup>278</sup>.

La tesi per quanto suggestiva e indubbiamente meritevole di considerazione in una prospettiva *de iure condendo*, non mi pare, allo stato attuale, meritevole di adesione, e ciò fondamentalmente per due motivi.

Il primo è che tale orientamento non spiega perché le eterogenee ipotesi normative che assegnano direttamente all'individuo-azionista determinate prerogative (artt. 2340, 2341, 2355-*bis* e 2347-*sexies* c.c., pur con tutti i dubbi del caso in relazione alle ultime due disposizioni richiamate) non debbano essere considerate ipotesi eccezionali bensì espressive di un principio generale.

Il secondo è che dal corretto postulato secondo il quale l'azione sarebbe inidonea ad esprimere l'«intera gamma» delle posizioni soggettive in cui si può articolare la partecipazione sociale<sup>279</sup>, non può ricavarsi *de plano* l'ammissibilità di diritti e doveri in spregio dei principi di impersonalità e anonimato delle posizioni corporative<sup>280</sup>.

Mi pare poi che il rifiuto dell'orientamento non possa essere sovvertito dall'analisi del dato comparatistico<sup>281</sup>.

S'intende dire che i molteplici istituti stranieri che assegnano direttamente alla persona dell'azionista determinate prerogative sociali<sup>282</sup> non con-

---

<sup>278</sup> M.B. PORTALE, *I diritti «particolari»...*, *cit.*, *passim* (la citazione è tratta a p. 68), al quale fa eco G.B. PORTALE, *Tra diritto dell'impresa e metamorfosi della s.p.a.*, in *Organizzazione, finanziamento e crisi dell'impresa*. Studi dedicati a Pietro Abbadessa, diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarone Alibrandi, I. Assago, 2014, 112 ss.; ID., *La società per azioni. Principi e problemi (scintillae iuris)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, I, 135 ss.

<sup>279</sup> Potendo esse variare in ragione del numero di azioni possedute dal medesimo azionista (in relazione ai cc.dd. diritti di quota) ovvero da caratteristiche personali dello stesso, come dimostrato *supra* (§ 5.1. ss.).

<sup>280</sup> Argomento del quale lo stesso propugnatore dell'orientamento qui criticato si dimostra ben consapevole, M.B. PORTALE, *I diritti «particolari»...*, *cit.*, 68. Per altro verso, ritengo che la medesima severità di giudizio debba essere riservata a quelle clausole statutarie che, pur formalmente rispettose dei canoni dell'impersonalità e dell'anonimato per l'attribuzione di situazioni giuridiche ai soci, determinino nella sostanza l'attribuzione *ad personam* di una determinata prerogativa. Il pensiero corre a quell'orientamento che reputa legittima una clausola statutaria che condizioni la permanenza di un diritto diverso connotante una categoria azionaria alla mancata alienazione delle azioni appartenenti alla medesima. Più precisamente, si è affermato che «una società per azioni può emettere azioni dotate di particolari diritti [...] prevedendo che, in caso di loro trasferimento a terzi da parte del sottoscrittore, tali diritti vengano meno con automatica conversione delle stesse in azioni ordinarie»; così la Massima n. 1 del 2008 dell'Osservatorio del Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, 9, consultabile *on line* al sito [internet www.consigionotarilefirenze.it](http://internet.consigionotarilefirenze.it). Si noti che tale clausola statutaria produce effetti pressoché identici a quelli derivanti dall'attribuzione diretta di un diritto personale al sottoscrittore delle azioni, e ciò quantomeno in sede di costituzione della società e di aumento di capitale, con esclusione del diritto di opzione, a tale soggetto destinato.

<sup>281</sup> Come sembra incline a ritenere, G.B. PORTALE, *Tra diritto dell'impresa e metamorfosi della s.p.a.*, *cit.*, 112 ss.; ID., *La società per azioni. Principi e problemi (scintillae iuris)*, *cit.*, 135 ss.

sentono di concludere per l'ammissibilità di diritti particolari dell'azionista in ordinamenti, come quello italiano, dove norme della medesima generalità difettano, potendo al più sollecitare un riflessione – lo si ribadisce – *de iure condendo*.

In definitiva, ritengo che già nell'ordinamento vigente sia certamente possibile percorrere opzioni statutarie volte all'emersione di una discreta personalizzazione della società azionaria – come si è cercato di dimostrare analizzando le limitazioni del diritto di voto e soprattutto le clausole *ad incertam personam* che subordinano l'attribuzione di benefici patrimoniali al verificarsi di situazioni obiettive, astratte e potenzialmente riferibili ad ogni socio – ma anche che dette opzioni non possano estrinsecarsi nel riconoscimento di diritti *individuali*.

Volgendo al termine dell'analisi, occorre accennare alla sorte di quelle clausole statutarie che riconoscano diritti particolari all'azionista, nell'eventualità – oserei dire remota – in cui queste superino il vaglio di legittimità rimesso al notaio rogante (l'atto costitutivo di s.p.a. o il verbale di assemblea straordinaria avente ad oggetto la modifica statutaria concernente l'introduzione del diritto *ad personam*).

Considerando che tali pattuizioni violano uno dei tratti essenziali del tipo s.p.a., sarei propenso a concludere per la nullità delle relative clausole; tuttavia non può tacersi che, valorizzando il canone interpretativo di conservazione del contratto, si è sostenuto che potrebbe essere vagliata la possibilità di ricondurre siffatte clausole statutarie all'alveo dei patti parasociali con immediate conseguenze in termini di efficacia (limitata ai soli soci aderenti e non vincolante per i successivi acquirenti delle azioni e per la società) e di durata (quinquennale o a tempo indeterminato, salva la facoltà di recedere *ad nutum* con preavviso di almeno 180 giorni, *ex art. 2341-bis c.c.*) della pattuizione<sup>283</sup>.

Mi limito ad osservare che non in ogni caso la strada della (ri)qualificazione del diritto particolare dell'azionista in patto parasociale permetterà alla pattuizione di produrre effetti, pure esclusivamente obbligatori e non reali, secondo la nota distinzione in punto di effetti tra pattuizioni parasociali e sociali.

E più precisamente riterrei che ciò non possa accadere qualora il diritto riconosciuto *ad personam* debba necessariamente esplicitarsi a livello cor-

---

<sup>282</sup> Oltre alle già menzionate ipotesi del *Ensensudngrecht* del diritto tedesco e del diritto austriaco (v. *supra* nt. 215), si considerino il § 59, primo comma, della *Lov om Aktieselskaber (ASL)* danese, ove il diritto di nomina è riconosciuto, oltre che a singoli azionisti, anche ai terzi e l'art. 354, § 1, del *Kodeks spółek handlowych* polacco, ove è stabilito che «lo statuto può attribuire diritti personali ad un azionista determinato. In particolare, essi possono consistere nel diritto di nomina e di revoca dei componenti dell'organo di gestione e del consiglio di sorveglianza o nel diritto a ricevere determinate prestazioni da parte della società» (traduzione di C. FORNARI – M. SPYRA, *Codice delle società commerciali della Repubblica di Polonia*, Milano, 2011); entrambi ricordati da G.B. PORTALE, *Tra diritto dell'impresa e metamorfosi della s.p.a.*, *cit.*, 114 nt. 22.

<sup>283</sup> In questo senso si è espresso M. NOTARI, *Le categorie speciali...*, *cit.*, 613.

porativo come, a titolo esemplificativo, mi pare accadere qualora sia individualmente riconosciuto un diritto di voto plurimo ovvero un diritto convenzionale di recesso<sup>284</sup>.

In tali ipotesi, infatti, la supposta conversione della clausola statutaria *nulla* in patto parasociale *valido* non comporterebbe l'efficacia di quest'ultimo, quantomeno in tutti i casi in cui la clausola abbia ad oggetto diritti il cui esercizio ha luogo necessariamente *nella* società, e dunque tradirebbe il razionale dal quale l'orientamento stesso prende le mosse.

Inoltre, l'orientamento qui avversato comporta una serie di criticità operative non trascurabili. Per tacer d'altro, imporrebbe – al fine di individuare gli aderenti alla pattuizione parasociale – una non agevole ricognizione dei soci che hanno a suo tempo manifestato il proprio voto favorevole all'introduzione statutaria del diritto particolare dell'azionista e, conseguentemente, la verifica di eventuali mutazioni della compagine, il tutto sul presupposto – per vero, ancora da dimostrare – che il voto favorevole espresso in assemblea possa essere *de plano* “convertito” in consenso negoziale<sup>285</sup>.

---

<sup>284</sup> Sul problema della convertibilità del «sociale» nel «parasociale», si v. G. OPPO, *Contratti parasociali*, Milano, 1942, 22 ss.; G.A. RESCIO, *La distinzione del sociale dal parasociale (sulle c.d. clausole statutarie parasociali)*, in *Riv. soc.*, 1991, 653 ss.; R. TORINO, *I contratti parasociali*, Milano, 2000, 19.

<sup>285</sup> Assimilazione che, ad esempio, in tema di trasformazione da società di capitali a società di persone, parrebbe negata dall'art. 2500-*sexies*, primo comma, c.c.

## SEZIONE III

### GLI STRUMENTI PER L'ATTRIBUZIONE NON PROPORZIONALE DI DIRITTI SOCIALI NELLE S.R.L.

#### 1. Le quote di partecipazione e il principio «un socio, una quota».

L'art. 2468, primo comma, c.c. stabilisce che «le partecipazioni dei soci [*scilicet*, le «quote di partecipazione», in aderenza alla rubrica della disposizione medesima<sup>286</sup>] non possono essere rappresentate da azioni né costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari».

La quota di partecipazione<sup>287</sup>, come noto, rappresenta «la parte che ciascun socio ha nel capitale sociale»<sup>288</sup>, essa è suscettibile di essere “misurata” secondo due criteri: mediante l'espressione della frazione matematica da essa rappresentata rispetto al capitale sociale, che costituisce l'intero, oppure mediante l'espressione del valore nominale della partecipazione che altro non è che l'ammontare monetario pari al capitale sociale diviso per la frazione o “quota” della partecipazione medesima<sup>289</sup>.

Ad esito dell'intervento riformatore, tale «parte» solo *normalmente* coincide con l'ammontare dei conferimenti effettuati dai soci, potendosi stabilire che le partecipazioni siano determinate in misura non proporzionale ai conferimenti medesimi (art. 2468, secondo comma, secondo periodo, c.c.), purché questi non siano inferiori all'ammontare globale del capitale sociale (art. 2464, primo comma, c.c.).

Il primo comma, nella parte sua conclusiva, innova rispetto alla precedente formulazione, chiarendo che è inibita al tipo in analisi l'«offerta al pubblico di prodotti finanziari»<sup>290</sup>, intendendosi per essa – secondo l'art. 1,

---

<sup>286</sup> L. A. BIANCHI – A FELLER, *sub art. 2468, cit.*, 304 ss., sottolineano che partecipazione e quota sono «espressioni dal significato sostanzialmente sinonimo».

<sup>287</sup> La cui natura giuridica è da tempo uno degli spetti più controversi in dottrina. Per un'attenta ricostruzione delle varie posizioni si v. V. DE STASIO, *Trasferimento della partecipazione nella s.r.l. e conflitto tra acquirenti*, Milano, 2008, 69 ss.; nonché, più recentemente, L. DI NELLA, *sub art. 2468, cit.*, 270 ss.

<sup>288</sup> G. FERRI, *Le società, cit.*, 461.

<sup>289</sup> Il che si risolve, rispettivamente, nel dire, ad esempio, che una data partecipazione corrisponde alla “quota” di un quarto del capitale sociale oppure nel dire che la partecipazione di un quarto in una società con capitale di euro 10.000 ha un valore nominale di euro 2.500. Sul punto, *ex multis*, M. NOTARI, *Diritti “particolari” dei soci dei soci e categorie “speciali” di partecipazioni*, in *AGE*, 2003, 325 ss.; L. A. BIANCHI – A FELLER, *sub art. 2468, cit.*, 306. In argomento, si v. la Massima I.I.28 del Comitato Triveneto dei Notai, consultabile *on line* al sito *internet* [www.notaitriveneto.it](http://www.notaitriveneto.it), secondo la quale «[l'] articolo 2463 cod. civ. consente di indicare nell'atto costitutivo di s.r.l. l'entità della quota di partecipazione di ciascun socio (ad esempio: 10%, ovvero 1/10) senza precisarne il valore nominale. In tal caso il valore nominale delle partecipazioni di s.r.l. è implicito (come per le azioni prive del valore nominale di cui al 3° comma dell'art. 2346 cod. civ.) e può variare nel tempo in conseguenza del variare del capitale sociale».

<sup>290</sup> Questa locuzione – introdotta, in attuazione della direttiva 2003/71/CE, con il d.lgs. 28 marzo 2007, n. 51 – sostituisce il precedente riferimento alla «sollecitazione

primo comma, lett. t) T.U.F. – «ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell’offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati»<sup>291</sup>.

In altri termini, il legislatore ha esplicitamente vietato l’offerta di quote sociali<sup>292</sup> ad un numero indeterminato di soggetti ed attraverso modalità standardizzate che non consentano un contatto diretto – e dunque una contrattazione individuale<sup>293</sup> – tra offerente e oblati.

L’esclusione della *chance* di ricorrere al pubblico risparmio – e, più in generale, la limitazione dei canali di approvvigionamento finanziario dell’impresa-s.r.l.<sup>294</sup> – è generalmente giustificata quale contrappeso alla pressoché totale autonomia statutaria concessa ai soci di questa.

---

dell’investimento». È rilievo comune, tuttavia, che non vi siano differenze di sorta tra le due nozioni; sul punto, in luogo di molti, F. CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari. Investitori. Mercati*, Padova, 2008, 92 ss.; M. FOSCHINI, *Il diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008, 157 ss.; F. BRUNO – A. ROZZI, *Dalla sollecitazione all’investimento all’offerta al pubblico di prodotti finanziari*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 276 ss.

<sup>291</sup> Disciplina che segna una netta differenza con l’impresa *start-up* innovativa costituita in forma di s.r.l. L’art. 26, comma quinto, del D.L. 18 ottobre 2012 n. 179, convertito, con modificazioni, dalla L. 17 dicembre 2012, n. 221 stabilisce infatti che «[i]n deroga a quanto previsto dall’articolo 2468, comma primo, del codice civile, le quote di partecipazione in *start-up* innovative costituite in forma di società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso i portali per la raccolta di capitali di cui all’articolo 30 del presente decreto, nei limiti previsti dalle leggi speciali».

<sup>292</sup> Astrattamente rientranti nell’ampia definizione di «prodotti finanziari», fornita dall’art. 1, primo comma, lett. u) T.U.F., e precisamente nel concetto di «ogni altra forma di investimento finanziario». In questi termini, A. CARESTIA, *sub art. 2468*, in *La riforma del diritto societario*, a cura di G. Lo Cascio, vol. VIII, Milano, 2003, 85; P. REVIGLIONE, *sub art. 2468, cit.*, 1800 ss.; M. PINNARÒ, *sub art. 2468*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d’Alcontres, III, Napoli, 2004, 1493 ss.; V. DE STASIO, *sub art. 2468, cit.*, 127.

<sup>293</sup> G. ROSSI – A. STABILINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2003, 27, sottolineano, infatti, che la maggior parte di investitori che assumono una partecipazione in una società che fa ricorso al mercato del capitale di rischio sono qualificabili come «contraenti per adesione».

<sup>294</sup> Che si esplica non solo nella preclusione dell’accesso al mercato primario o secondario del capitale di rischio, ma anche nella circoscritta possibilità di raccogliere capitale di debito tra terzi o tra gli stessi soci. Si allude, nel primo caso, alla disciplina dei titoli di debito che, come noto, possono essere sottoscritti solamente da investitori professionali, i quali, peraltro, sono obbligati a garantire la solvenza della società-emittente nei confronti degli acquirenti successivi, purché diversi da altri investitori professionali o dai soci dell’emittente medesima; nel secondo caso, alla disciplina della postergazione del rimborso dei finanziamenti concessi dai soci di s.r.l. «in un momento in cui [...] risulta un eccessivo squilibrio dell’indebitamento rispetto al patrimonio netto oppure in una situazione finanziaria della società nella quale sarebbe stato ragionevole un conferimento». Sui titoli di debito *ex art. 2483 c.c.*, si v., fra molti, P. SPADA, *L’emissione dei titoli di debito nella «nuova» società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2003, 802 ss.; M. CAMPOBASSO, *I titoli di debito nella s.r.l. fra autonomia privata e tutela del risparmio*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, III, Torino, 2007, 743 ss.; M. PORZIO, *Le società a responsabilità limitata e il mercato finanziario*, in *Riv. soc.*, 2004, 1186; V. SANTORO, *Garanzia della solvenza della società a responsabilità limitata in caso di circolazione dei titoli di debito*, in *Dir. banca merc. fin.*,



L'elasticità delle regole organizzative del tipo s.r.l. – perseguita chiaramente dalla riforma – ha indotto il legislatore ad evitare che il tipo medesimo risultasse accessibile a soggetti disinteressati alla redazione delle regole di funzionamento della società destinate a vincolarli, giacché, in caso contrario, tali soggetti «avrebbero rischiato di vedere i rispettivi interessi pregiudicati proprio in conseguenza dell'autonomia statutaria, in quanto vittime potenziali di clausole da altri predisposte e da essi supinamente accettate»<sup>295</sup>; e ciò in coerenza alla formula, immanente al sistema, e già più volte emersa nelle pagine che precedono, di proporzionalità inversa tra libertà di organizzazione dell'impresa e propensione al mercato della medesima<sup>296</sup>.

La prima parte dell'art. 2468, primo comma, c.c. si pone invece in linea di continuità con la disposizione previgente, stabilendo che le quote di partecipazione dei soci di s.r.l. non possono essere rappresentate da azioni.

Il divieto di emissione imposto alle s.r.l. si manifesta, secondo la concezione dominante, su due piani: il primo, preclude che le quote siano incorporate in titoli azionari<sup>297</sup>, il secondo, impedisce l'organizzazione per partecipazioni-tipo, con la conseguenza che il socio deve tendenzialmente considerarsi titolare di una sola partecipazione e non di una pluralità di *quanta* standardizzati come avviene per l'azionista<sup>298</sup> dal quale a sua volta deriva il necessario esercizio unitario delle prerogative connesse alla titolarità della partecipazione.

Quanto al primo profilo, è opinione condivisa che la disposizione non solo vieti la tecnica di rappresentazione della partecipazione coincidente con l'emissione di titoli idonei a incorporarla bensì anche il ricorso al sistema di gestione accentrata in regime di dematerializzazione<sup>299</sup>.

---

2004, 507; M. STELLA RICHTER, *I titoli di debito nella società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2005, 987; S. PATRIARCA, *I titoli di debito della s.r.l. tra opportunità e problemi interpretativi*, Milano, 2005; A. GIANNELLI, *sub art. 2483 c.c.*, in *Società a responsabilità limitata*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 1337 ss.. Sui finanziamenti “anomali” del socio di s.r.l. si v. *supra* Sez I, par. II, 23 ss.

<sup>295</sup> In questi termini G. ZANARONE, *sub art. 2468, cit.*, 501.

<sup>296</sup> Sottolinea incisivamente tale aspetto A. BLANDINI, *Categorie di quote...*, *cit.*, 1 ss., spec. 6.

<sup>297</sup> Il che non significa secondo G. SANTINI, *sub art. 2472, cit.*, 17 nt. 2 che sia preclusa alla società l'emissione di certificati di quota aventi esclusivamente valore probatorio del rapporto sociale e non finalizzati ad agevolare la circolazione del rapporto sottostante; nello stesso senso, nel contesto *post* riforma, si v. G. SANTONI, *Le quote di partecipazione nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, III, Torino, 2007, 379 nt. 7, ove ulteriori riferimenti.

<sup>298</sup> Il principio è condiviso dalla grande maggioranza degli interpreti. Per due recenti e chiare manifestazioni in tal senso, F. GUERRERA, *Le modificazioni dell'atto costitutivo. Profili generali*, in *Trattato delle società a responsabilità limitata*, diretto da C. Ibba e G. Marasà, vol. IV, Padova, 2009, 238; G. ZANARONE, *sub art. 2468, cit.*, 506.

<sup>299</sup> Cionondimeno, non può poi tacersi che, nonostante sia da escludere la possibilità di emettere quote di partecipazioni incorporate in titoli di credito, tale impedimento appaia «ormai anacronistico, quasi un'inutile superfetazione all'interno di un contesto che vede interdotta alla s.r.l. la sollecitazione del pubblico risparmio». Non si comprende facilmente, infatti, perché una volta preclusa alla s.r.l. la possibilità di adire il pubblico risparmio per la raccolta del capitale di rischio, si debba anche «negare all'investitore “privato”

Infatti, da un lato, se la partecipazione azionaria è *naturalmente*, anche se non necessariamente, rappresentata da azioni<sup>300</sup> è logico ritenere che il legislatore, nel dettare il divieto di cui al primo comma dell'art. 2468 c.c., abbia inteso escludere che le quote di s.r.l. possano essere incorporate in titoli azionari. Dall'altro, la dematerializzazione è da reputarsi preclusa, *in primo luogo*, perché presuppone uno strumento suscettibile di essere incorporato in un supporto cartaceo da rendere immateriale<sup>301</sup>; *in secondo luogo*, perché il trasferimento degli strumenti immessi nel sistema di gestione accentrata è disciplinato da regole analoghe a quelle che governano il trasferimento dei titoli di credito<sup>302</sup>, «con la conseguenza che, se il divieto di dedurre la partecipazione sociale di s.r.l. in titoli azionari è stato suggerito al legislatore dalla ritenuta [...] incompatibilità fra le caratteristiche essenziali del tipo e la disciplina dei titoli di credito» il divieto «deve intendersi esteso alla configurabilità delle suddette partecipazioni come strumenti finanziari dematerializzati, giacché tali strumenti sono destinati a svolgere, esattamente come i titoli di credito, una funzione di smobilizzazione della ricchezza, grazie appunto alla circolazione del veicolo che la rappresenta»<sup>303</sup>.

La preclusione dell'incorporazione del diritto partecipativo in un titolo di credito circolante secondo il regime cartolare è elemento che contraddistingue gran parte degli ordinamenti continentali, anche se ad esso raramente consegue il divieto di suddividere il capitale sociale in quote standardizzate (e, di conseguenza, di cumulare in capo ad un unico socio più quote separate)<sup>304</sup>. Anche sulla base di tale argomento comparatistico<sup>305</sup>, è emerso

---

di tale capitale l'opportunità di vedere incorporata la propria partecipazione in un titolo usufruendo di quelle *chances* del regime cartolare (o dematerializzato) che attengono fondamentalmente alla mobilitazione della ricchezza e che operano quindi anche a prescindere da ogni collegamento con il pubblico risparmio, e si debba così precludere ad una piccola o media impresa strutturata in forma di s.r.l. la possibilità di reperire più facilmente le risorse di cui ha bisogno, sia pur trattando individualmente con i singoli investitori, grazie alla maggior appetibilità che agli occhi di costoro potrebbe rivestire la partecipazione incorporata in un titolo rispetto a quella non incorporata», in questi termini G. ZANARONE, *sub art. 2468, cit.*, 507 nt. 12. A conclusioni non dissimili giunge V. DE STASIO, *sub art. 2468, cit.*, 126 che, pur propendendo per l'ammissibilità di partecipazioni standardizzate, afferma che «il divieto espresso della sollecitazione al pubblico in tutte le due forme (offerta; invito ad offrire; messaggi promozionali; ecc.) sembra rendere assai meno pregnante [...] il perdurante divieto di rappresentazione delle partecipazioni in azioni».

<sup>300</sup> Stante, la mera eventualità che lo statuto escluda l'emissione dei titoli azionari, ai sensi dell'art. 2346, primo comma, c.c.

<sup>301</sup> In questi termini, B. LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999, 121 nt. 1, richiamato da G. ZANARONE, *sub art. 2468, cit.*, 509.

<sup>302</sup> M. CIAN, *Titoli dematerializzati e circolazione "cartolare"*, Milano, 2001, *passim*.

<sup>303</sup> Così G. ZANARONE, *sub art. 2468, cit.*, 510.

<sup>304</sup> Nell'ordinamento francese si vieta alla *sociétés a responsabilité limitée* di rappresentare le quote di partecipazione in «*titres négociables*» (art. L. 223-12 C. comm.) ma il capitale «*est divisé en parts sociales égales*» (art. L. 223-2). Nelle *sociedades de responsabilidad limitada* dell'ordinamento spagnolo, «*las participaciones sociales no podrán estar representadas por medio de títulos o de anotaciones en cuenta, ni denominarse acciones, y en ningún caso tendrán el carácter de valores*» (cfr. art. 96.2. LSA) ma, allo stesso tempo, «*las participaciones sociales en la sociedad de responsabilidad limitada [...] son partes*

un orientamento volto a ridimensionare il divieto che, *in thesi*, non precluderebbe né la suddivisione del capitale sociale in quote *standard* né, *a fortiori*, la cumulabilità in capo ad un unico socio di più quote, ma solo l'emissione di titoli di credito seriali rappresentativi della partecipazione<sup>306</sup>.

L'orientamento che propende per la frazionabilità del rapporto sociale in segmenti uniformi e che conseguentemente – non potrebbe essere altrimenti – rifiuta il principio «un socio – una quota», è giustificato, nell'ordinamento societario riformato, oltre che sulla base dell'argomento comparatistico e della «difficoltà di individuare interessi meritevoli di tutela capaci di giustificare quel principio», rimarcando che, proprio in tema di società a responsabilità limitata, la riforma pare votata «alla filosofia della più spinta valorizzazione dell'autonomia statutaria»<sup>307</sup>.

Un primo, e forse più solido, argomento che pare indurre al rifiuto di tale orientamento emerge dalla constatazione che, nella tassonomia del codice civile, la partecipazione nella società anonima – anche nell'eventualità

---

*alícuotas, indivisibles y acumulables del capital social.* » (cfr. art. 90 LSA). Similmente a quanto stabilito nell'ordinamento italiano, in quello belga, la *société privée à responsabilité limitée* «ne peut pas faire publiquement appel à l'épargne» (cfr. art. 210, comma secondo, *Code des sociétés*), tuttavia il capitale sociale di questa «se divise en parts égales, assorties ou non du droit de vote, avec ou sans mention de valeur. Les parts sont indivisibles» (cfr. art. 238). Ma si v. anche l'art. 185 del Burgerlijk Wetboek olandese, gli artt. 182 e 188 della legge sulle *sociétés commerciales* lussemburghesi nonché gli artt. 152 e 153 *Kodeks spółek handlowych* polacco ove è parimenti disposta la divisione in parti uguali del capitale sociale e al contempo è inibita la rappresentazione della partecipazione in titoli. Per ulteriori elementi comparatistici, si v. G. ZANARONE, *La società a responsabilità limitata nel cammino della riforma*, in *Governo delle imprese e mercato delle regole*. Scritti giuridici per Guido Rossi, Milano, 2002, 149 ss.; ID., *sub art. 2468, cit.*, 513 nt. 20 e, specialmente con riferimento agli ordinamenti germanistici, dai quali però non paiono emergere indicazioni univoche, N. DE LUCA, *Partecipazione «azionaria»...*, *cit.*, 885 ss.

<sup>305</sup> Valorizzato soprattutto da N. DE LUCA, *Partecipazione «azionaria»...*, *cit.*, 885 ss.

<sup>306</sup> Si v. gli Autori citati alla precedente nt. 73.

<sup>307</sup> Sono espressioni di P. ABBADESSA, *sub art. 2325, cit.*, 5 ss. ma anche V. DE STASIO, *sub art. 2468, cit.*, 129, che fa leva sulla «dilatazione degli ambiti di autonomia privata per la s.r.l.». Il riferimento alla difficoltà di individuare interessi meritevoli di tutela capaci di giustificare il principio di unicità della quota riecheggia il rilievo «della mancanza di qualsiasi interesse sostanziale che possa giustificare, nel contesto della disciplina italiana del tipo di società considerata, il divieto di titolarità di più quote», mosso nel vigore dell'ordinamento previgente da G.C.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata, cit.*, 160. Si noti però, che RIVOLTA arriva alla predetta conclusione in un contesto storico in cui era sostanzialmente univoco il riconoscimento della liceità di quote privilegiate, constatando, infatti, che sarebbe «contraddittorio ammettere che le quote possano essere dotate di diritti e obblighi diversi» e allo stesso tempo negare la possibilità che il socio detenga più quote contemporaneamente. In altre parole, la titolarità di più quote sarebbe conseguenza immediata della possibilità di differenziare il loro regime giuridico, in questo senso si v. anche A. GRAZIANI, *Diritto delle società*, Napoli, 1962, 455, ove ulteriori riferimenti. sulla validità di quote «speciali» nell'ordinamento previgente, si v., oltre allo stesso G.C.M. RIVOLTA, *ult. op. cit.*, 170 ss., G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, 5ª ed., Torino, 2002, 551; L.F. PAOLUCCI, *La società a responsabilità limitata, cit.*, 277; R. AMBROSINI, *La società a responsabilità limitata. Disciplina generale*, in *Le società di capitali* a cura di G. Schiano di Pepe, Milano, 1996, 922. In giurisprudenza si è affermato che «nelle società a responsabilità limitata è consentito istituire quote privilegiate, dotate di diritti e obblighi particolari», così Trib. Trieste, 2 giugno 1994, in *Soc.*, 1995, 87, con nota di R. RORDORF, Trib. Monza, 15 gennaio 1997, in *Giur. comm.*, 1998, II, 787.

in cui lo statuto sociale opti per escludere l'emissione titoli azionari e non stabilisca l'adesione al regime di dematerializzazione facoltativa – continua ad essere identificata dal termine “azione”. Ciò implica che il divieto di emettere azioni deve essere interpretato nel senso che non solo è inibita, come sopra chiarito, la rappresentazione delle quote in titoli di credito seriali ovvero per tramite di scritturazioni sui conti dei soggetti partecipanti al sistema di gestione accentrata, ma anche che è preclusa la suddivisione in partecipazioni-tipo di valore unitario pari a una frazione del capitale sociale. Infatti, è logico, oltre che coerente al sistema societario, interpretare il divieto di rappresentare le quote in azioni *considerando tutti i possibili significati che*, nel contesto della società azionaria, *il termine «azione» può assumere* e, tra questi, nel caso la s.p.a. non emetta titoli, emerge appunto quello minimo di partecipazione standardizzata. In altre parole, deve presumersi che il legislatore, nel momento in cui si avvale del sostantivo «azioni» proprio per contrapporre la s.r.l. alla s.p.a.– e quindi anche ai fini della definizione delle caratteristiche essenziali del tipo – sia ben consapevole del significato che tale sostantivo può assumere in quest'ultima<sup>308</sup>.

Mi permetto poi di osservare che ricavare l'ammissibilità di quote standardizzate dall'impulso all'autonomia statutaria, non sembra tenere in debita considerazione che la questione tipologica è tendenzialmente estranea a quella della libertà nell'organizzazione dell'attività d'impresa. Intendo dire che i tratti essenziali del tipo normativo sono indisponibili ai soci, nonostante una loro variazione impatterebbe solamente sugli interessi di quest'ultimi. E la correttezza del rilievo credo ben emerga considerando, ad esempio, che l'elemento comune ai tipi capitalistici s.p.a. e s.r.l. – *la responsabilità limitata* (o, se si preferisce, *l'intento di limitazione del rischio*) – è considerato, salvo isolate voci dottrinali, imm modificabile dai soci<sup>309</sup>, nonostante una sua dilatazione avrebbe effetti pregiudizievoli esclusivamente sulla responsabilità patrimoniale di questi, determinando invece per i creditori della società una più solida garanzia per l'adempimento delle obbligazioni sociali, derivante dalla possibilità di aggredire due diversi ed autonomi patrimoni, quello sociale, da un lato, e quello personale del socio illimitatamente responsabile, dall'altro.

Si consideri poi che, se il divieto di rappresentare le quote sociali in azioni avesse il solo significato di vietare l'emissione di titoli azionari, risulterebbero evanescenti, e financo arduamente individuabili, i confini tra s.r.l. e s.p.a., specie qualora quest'ultima abbia optato per non emettere titoli, il che sarebbe in contrasto con l'intenzione del legislatore della riforma di

---

<sup>308</sup> Così G. ZANARONE, *sub art. 2468, cit.*, 511, il quale afferma che l'argomento espresso nel testo risulta ulteriormente rafforzato dalla circostanza che la possibilità per la s.p.a. di avere azioni senza titoli azionari è oggi stabilita nel codice civile, cioè nello stesso *corpus* normativo che regola anche la s.r.l. e non più in relegata ad un provvedimento speciale, come il r.d. 29 marzo 1942, n. 239, riguardante la sola azionaria.

<sup>309</sup> V. *supra* nt. 113.

rendere autonomi e diversificare a fondo i due tipi capitalistici più diffusi<sup>310</sup>. Tant'è vero che, proprio in punto di distinzione tipologica, gli Autori che promuovono la possibilità di suddividere in *quanta* il capitale sociale della s.r.l., divergono insanabilmente tra chi è propenso a «considerare la *scelta* del nome [della società] da parte dei soci quale coelemento necessario di una fattispecie negoziale più complessa, composta da elementi formali e sostanziali idonei a cogliere, in termini inequivoci, l'esatto profilo del tipo» e chi, invece, ritiene che la differenza tra i due tipi capitalistici «risied[a] esclusivamente nella *possibilità di ricorso al mercato*, che è vietata in qualunque s.r.l. e permessa in qualunque s.p.a.»<sup>311</sup>.

Peraltro, se è vero che ritenere suddivisibile il capitale sociale di s.r.l. in quote omogenee implica la necessità di ammettere la contitolarità in capo al medesimo socio di più quote, non pare altrettanto vero il contrario, cioè che dall'impossibilità di standardizzare le partecipazioni derivi l'adesione incondizionata al principio «un socio, una quota»<sup>312</sup> che, come subito appreso chiarito, risulta effettivamente vacillare in determinate circostanze. In altri termini, la sensazione è che l'orientamento qui criticato motivi la possibilità di suddividere il capitale in quote standardizzate appellandosi al rifiuto del principio di unicità della quota; ma tale rifiuto è la conseguenza (al verificarsi di determinati presupposti, corretta) di una premessa ancora tutta da dimostrare, non appellandosi all'autonomia statutaria oppure al dato comparatistico che, invero, dimostrano esclusivamente la praticabilità di una simile soluzione *de iure condendo* ma non il suo fondamento *de iure condito*.

Il principio «un socio, una quota» sembrerebbe effettivamente emergere da alcuni espliciti dati normativi<sup>313</sup>: l'atto costitutivo deve indicare «*la quota* di partecipazione di ciascun socio» (art. 2463, comma secondo, n. 6, c.c.); i diritti sociali, salva l'attribuzione a singoli soci di diritti particolari,

---

<sup>310</sup> G. ZANARONE, *sub art. 2468, cit.*, 511 nt. 17; V. DI CATALDO, *Società a responsabilità limitata e autonomia statutaria. Un regalo poco utilizzato, e forse poco utile*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*. Studi in onore di Giuseppe Zanarone, diretto da P. Benazzo, M. Cera, S. Patriarca, Torino, 2011, 314. L'intendimento del legislatore di emancipare il tipo s.r.l. dal tipo s.p.a. si evince chiaramente dall'art. 3, primo comma, lett. a) della legge delega, ove si stabiliva di «prevedere un autonomo ed organico complesso di norme, anche suppletive, modellato sul principio della rilevanza centrale del socio e dei rapporti contrattuali tra soci».

<sup>311</sup> Nel primo senso si espresso P. ABBADESSA, *sub art. 2325, cit.*, 6; nel secondo N. DE LUCA, *Partecipazione «azionaria»...*, *cit.*, 908, il quale è criticato dallo stesso ABBADESSA sulla base del noto argomento che elementi della disciplina (*i.e.* la possibilità di ricorso al mercato del capitale di rischio) non possono concorrere alla definizione della fattispecie, la quale, rispetto alla disciplina, si pone in rapporto di necessaria priorità logica.

<sup>312</sup> Sulla vigenza del quale la dottrina maggioritaria non pare dubitare: v. *supra* nt. 74.

<sup>313</sup> Nonché, per alcuni Autori, parrebbe rafforzato dalla mancata riproduzione del vecchio art. 2482 c.c. che sanciva la divisibilità della quota nel caso di successione a causa di morte o di alienazione, salvo contraria disposizione dell'atto costitutivo; in questi termini paiono orientati G.C.M. RIVOLTA, *Profilo della nuova disciplina...*, *cit.*, 696; G. SANTONI, *Le quote di partecipazione...*, *cit.*, 389 ss.

sono attribuiti ai soci «in misura proporzionale *alla partecipazione* da ciascuno posseduta» (art. 2468, comma secondo c.c.); il voto del socio «vale in misura proporzionale *alla sua partecipazione*» (art. 2479, comma quinto, c.c.); in caso di aumento gratuito del capitale sociale, «*la quota* di partecipazione di ciascun socio resta immutata» (art. 2481-bis, secondo comma, c.c.); «i soci che recedono dalla società hanno diritto di ottenere il rimborso *della propria partecipazione* in proporzione del patrimonio sociale» (art. 2473, terzo comma, primo periodo, c.c.); si noti peraltro che l'art. 2473, letto in contrapposizione all'art. 2437, conduce diversi interpreti a ritenere che, in assenza di una specifica disposizione statutaria autorizzativa, il recesso possa essere esercitato dal socio per l'intera quota e non per una parte soltanto di essa<sup>314</sup>.

D'altronde, il carattere unitario della quota di partecipazione sembra essere coerente con la caratterizzazione personalistica perseguita fortemente dalla riforma (art. 3, lett. a, legge delega 3 ottobre 2001, n. 366) e ampiamente sottolineata dalla *Relazione* illustrativa.

Tuttavia non pare né che gli indici emergenti dal dettato normativo né che la tendenziale – *ancorchè non tipologica* – caratterizzazione personalistica della s.r.l. permettano di escludere con certezza che il principio dell'unicità della quota non ammetta talora parziali deroghe.

La cumulabilità di più quote in capo al medesimo titolare è, del resto, un'eventualità ammessa – già nel vigore della disciplina previgente e senza necessariamente postulare la standardizzazione<sup>315</sup> – allorché fossero emesse anche quote con prestazioni accessorie, ai sensi del previgente art. 2478 c.c.<sup>316</sup> (nonché, come ricordato, qualora esistessero anche quote “speciali”). E, considerando che, sebbene sia stato abrogato il previgente art. 2478, le quote con prestazioni accessorie sono ancora ritenute ammissibili dalla maggioranza degli interpreti<sup>317</sup>, non sembra ipotesi peregrina giungere al medesimo risultato pure nel sistema riformato.

---

<sup>314</sup> M. MALTONI, *Il recesso e l'esclusione nella nuova società a responsabilità limitata*, in *Not.*, 2003, 310; M. PERRINO, *La «rilevanza del socio» nella s.r.l.», cit.*, 820; G. DI CECCO, *Il diritto di recesso del socio di società di capitali dopo la riforma*, in *Riv. dir. impr.*, 2005, 42; G. ZANARONE, *Introduzione alla nuova società», cit.*, 79; M. STELLA RICHTER, *Diritto di recesso», cit.*, 410; M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione», cit.*, 344 ss. *Contra*, a favore del recesso parziale anche in assenza di una disposizione statutaria legittimante: P. PISCITELLO, *Recesso e esclusione nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto societario. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, III, Torino, 2007, 724 ss.; G. DE NOVA., *Il diritto di recesso del socio di società per azioni», cit.*, 329; N. SALANITRO, *Profili sistematici della società a responsabilità limitata*, Milano, 2005, 57; R. ROSAPEPE, *Appunti su alcuni aspetti della nuova disciplina della partecipazione nella s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 498 ss.

<sup>315</sup> A. GRAZIANI, *Diritto delle società*, cit., 455.

<sup>316</sup> In questi termini si è espresso M. NOTARI, *Diritti «particolari» dei soci», cit.*, 337.

<sup>317</sup> Si v. G. ZANARONE, *Introduzione alla nuova società», cit.*, 85; M. NOTARI, *Diritti «particolari» dei soci», cit.*, 337; P. MASI, *sub art. 2464*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, III, Napoli, 2004, 1435; M. MIOLA, *Capitale sociale e conferimenti nella «nuova» società a responsabilità limitata*, in *Riv.*

Un indice che conferma la possibilità che, in ipotesi particolari, il socio possa essere contemporaneamente titolare di più quote si evince alla disciplina del pegno (e dell'usufrutto) su quota. Il richiamo integrale dell'art. 2352 c.c. operato dall'art. 2471-*bis* comporta l'applicazione nell'ambito della s.r.l. della regola che stabilisce l'estensione automatica del pegno (e dell'usufrutto) alla quota di partecipazione risultante dall'aumento gratuito del capitale sociale. Tale operazione, come noto, non determina alcun nuovo apporto economico a patrimonio ma si sostanzia nel trasferimento di valore da alcune voci del netto, le riserve<sup>318</sup> (che salva la possibilità della "targatura" già appartengono alla società e quindi a tutti i soci), a un'altra, il capitale sociale. Del resto, la regola dell'estensione automatica del pegno in caso di aumento gratuito è coerente, oltre che alla regola generale dell'art. 2791 c.c., anche con la circostanza che non è il valore nominale della quota a garantire le obbligazioni del debitore bensì il suo valore effettivo (o quantomeno quello di presumibile realizzo in caso di esecuzione forzata) che, come noto, è determinato *anche* sulla base della consistenza patrimoniale delle società. Quanto all'usufrutto, l'estensione automatica si giustifica, invece, quale mera applicazione dell'art. 981, secondo comma, c.c. che riconosce all'usufruttuario la possibilità «trarre dalla cosa ogni utilità che questa può dare»<sup>319</sup>. Ciò premesso, si noti che l'estensione del pegno (o dell'usufrutto) non opera *ex lege* né in caso di sottoscrizione di un aumento oneroso del capitale sociale né in caso di successivo acquisto di altre partecipazioni. Mi pare quindi possa desumersi che ad esito di dette operazioni il socio sia titolare di una partecipazione oggetto dell'altrui diritto reale di garanzia (o di godimento) e di un'altra libera da vincoli, e ciò a meno di scindere le prerogative sociali connesse alla – *in thesi*, unica – quota ma esercitabili *in parte* dal creditore pignoratizio (o dall'usufruttuario) e *in parte* dal socio; il che, comunque, incrinerebbe la supposta unitarietà della partecipazione quantomeno nell'accezione di comune titolarità del coacervo di situazioni giuridiche che la compongono<sup>320</sup>.

---

*soc.*, 2004, 708 ss.; M. STELLA RICHTER, *La società a responsabilità limitata. Disposizioni generali. Conferimenti. Quote*, in AA. VV., *Diritto delle società. Manuale breve*, 5ª ed., Milano, 2012, 296; M. ONZA, *L'apporto d'opera e servizi nelle società di capitali. Strutture e funzioni*, Milano, 2008, 161 ss.; Massima n. 9 del 18 marzo 2004 della Commissione Società del Consiglio notarile di Milano, consultabile *on line* al sito internet [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it).

<sup>318</sup> Altra questione è quali siano le riserve disponibili per l'aumento gratuito del capitale sociale, sul punto, per tutti, G. MUCCIARELLI, *L'aumento gratuito del capitale sociale. Estratto anticipato dal Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Milano, 1996, 32 ss.; e, più recentemente, G.A.M. TRIMARCHI, *L'aumento del capitale sociale*, Assago, 2007, 137 ss..

<sup>319</sup> Potrebbe quindi dirsi che l'art. 2352, comma terzo, c.c. si limita a chiarire l'operatività delle regole generali che attribuiscono al creditore pignoratizio e all'usufruttuario la spettanza dei frutti; regole che altrove la medesima norma deroga espressamente, come nel caso del diritto di opzione (art. 2352, comma secondo, c.c.).

<sup>320</sup> Si allude alla nota affermazione di G. FERRI, *Le società, cit.*, 461, secondo il quale la quota è «unitaria, in quanto unico è il soggetto al quale la parte e quindi i poteri e i diritti ad essa inerenti fanno capo».

Può quindi concludersi che negare la standardizzazione delle quote risulta coerente sia con il dettato normativo – che assegna al termine azione una pluralità di significati che necessariamente l'interprete deve tenere, *tutti*, in considerazione per decifrare il divieto di rappresentazione delle quote in azioni – sia con la volontà del legislatore di emancipare il tipo s.r.l. dal tipo s.p.a. e che, tuttavia, da tale negazione non consegue l'adesione indiscriminata al principio di unità e unitarietà della quota di partecipazione del socio di s.r.l.

## **2. I diritti particolari del socio di s.r.l. Contenuto e disciplina.**

La contrapposizione fra la partecipazione del socio di s.r.l. e quella dell'azionista di s.p.a. affiora anche nella disposizione del terzo comma dell'articolo 2468 c.c., là dove si riconosce «la possibilità che l'atto costitutivo<sup>321</sup> preveda l'attribuzione a singoli soci di particolari diritti riguardanti l'amministrazione della società o la distribuzione degli utili».

La predetta possibilità si pone espressamente in termini di deroga alla regola generale dettata dal comma precedente: «i diritti sociali spettano ai soci in misura proporzionale alla partecipazione da ciascuno posseduta»; regola che riflette *la natura capitalistica della s.r.l.*<sup>322</sup> e che evoca quella analoga dettata nell'ambito dell'anonima (art. 2348 c.c.), con la sola precisazione che in quel tipo sociale la partecipazione di ciascun socio, ottenendosi dal computo del numero delle azioni, “si conta”, e ciò a differenza del tipo in analisi, ove dipendendo dal valore nominale della quota, “si pesa”.

Il rapporto di proporzionalità, sancito dal secondo comma dell'art. 2468 c.c., innova rispetto al sistema previgente giacché collega la «misura» dei diritti sociali alla «misura» della quota di partecipazione e non più a quella della quota di conferimento<sup>323</sup>. Trattasi, invero, di novità non dirompente, intesa più che altro a rendere coerente il dettato normativo con la possibilità, accennata nel paragrafo precedente, di assegnazione non proporzionale delle partecipazioni, *rectius* di deroga al principio di proporzionalità tra conferimento e partecipazione. Peraltro, l'esplicitazione di tale rapporto di proporzionalità che, se limitata alla finalità da ultimo espressa potrebbe fi-

---

<sup>321</sup> Nella disciplina della s.r.l. non è mai menzionato il termine “statuto” ma ciò non significa, naturalmente, che sia precluso redigere tale documento in maniera distinta dall'atto costitutivo. Il punto è sostanzialmente pacifico; *cfr.* G.A. RESCIO, *Sulla natura e sulla forma degli statuti societari*, in *Riv. soc.*, 2005, 783 ss. che afferma: «[i]n definitiva [...] nella s.r.l. il documento statutario separato resta (non solo legittimamente praticabile ma) comunque prediletto nella prassi [...]»; G. PETRELLI, *Ancora su atto costitutivo e statuto: il contenuto dell'atto pubblico e l'essenza della funzione notarile*, in *Riv. dir. priv.*, 2006, 377. A ragione di quanto precede, nel prosieguo del lavoro, il termine “statuto” sarà sovente utilizzato in sostituzione della locuzione “atto costitutivo”.

<sup>322</sup> M. NOTARI, *Diritti “particolari” dei soci...*, *cit.*, 327; G. MARASÀ, *La s.r.l. come società di capitali e i suoi tratti distintivi dalla s.p.a.*, in G. MARASÀ, *La riforma delle società, cooperative, associazioni, fondazioni. Scritti*, Padova, 2005, 109 ss.

<sup>323</sup> Argomento desumibile dalla lettura combinata dei previgenti artt. 2474, comma secondo; 2485 e 2492 c.c..



nanco sembrare pleonastica, si apprezza invece perché, contemplando un riferimento letterale “ai soci”, chiarisce che è esclusa, salvo speciali ipotesi normative ovvero autonome previsioni statutarie facoltizzate dalla legge stessa<sup>324</sup>, l’attribuzione di diritti, anche “particolari”, a soggetti estranei alla compagine<sup>325</sup>, così spegnendo sul nascere un dibattito che verosimilmente avrebbe rischiato di accendersi alimentato dall’impulso riformatore alla libertà nell’organizzazione dell’attività d’impresa.

Come anticipato, anche il principio di proporzionalità tra «misura» della quota di partecipazione e «misura» dei diritti sociali ha carattere dispositivo in virtù della possibilità di prevedere statutariamente l’attribuzione a «singoli soci» di «particolari diritti riguardanti l’amministrazione della società o la distribuzione degli utili»<sup>326</sup>.

Sulle ricadute del riferimento ai «singoli soci», unitamente al profilo della circolazione dei diritti particolari, si tornerà nel paragrafo successivo; per ora, occorre indagare se l’elencazione delle tipologie di tali diritti, fornita dalla disposizione in parola, sia da considerare *tassativa* e poi focalizzarsi su alcuni discussi profili di disciplina.

Con riguardo alla questione iniziale, valorizzando il rapporto di regola e eccezione sussistente tra il secondo e il terzo comma dell’art. 2468 c.c., si potrebbe concludere che i diritti «riguardanti l’amministrazione della società o la distribuzione degli utili» siano gli unici suscettibili di attribuzione *ad personam*<sup>327</sup>.

Cionondimeno, la maggioranza degli interpreti, decodificando il portato dell’intervento riformatore alla luce dei principi e criteri direttivi contenuti nella legge delega tra i quali spicca l’ampliamento dell’autonomia sta-

---

<sup>324</sup> Nella prima categoria rientra l’art. 2352 c.c., in tema di diritti del creditore pignoratizio, usufruttuario e custode sequestratario, richiamato dall’art. 2471-*bis*. Nella seconda categoria, invece, rientrano l’art. 2469, comma secondo, c.c. che consente l’attribuzione al terzo del potere di esprimere il *placet* per l’ingresso di nuovi soggetti nella compagine e l’art. 2341, in tema di benefici ai fondatori, richiamato dall’art. 2463.

<sup>325</sup> La dottrina pressoché unanime, infatti, nega la possibilità di attribuire diritti sociali – anche a titolo di «diritti particolari» – a terzi: A. SANTUS – G. DE MARCHI, *Sui “particolari diritti” del socio nella nuova s.r.l.*, in *Riv. not.*, 2004, 92; A. DACCÒ, *I diritti particolari...*, *cit.*, 395 nt. 2; G. ZANARONE, *sub art. 2468, cit.*, 516; R. SANTAGATA, *sub art. 2468. I diritti particolari*, in *S.r.l. Commentario*, dedicato a G. B. Portale, a cura di A.A. Dolmetta e G. Presti, Milano, 2011, 289 s., il quale correttamente ricorda che ciò che è precluso in via statutaria, risulta invece ammissibile in via parasociale, mediante lo schema del contratto a favore di terzo (art. 1411 ss. c.c.).

<sup>326</sup> Isolata è rimasta la posizione di chi ha desunto dall’utilizzo della congiunzione disgiuntiva “o” che ad uno stesso socio non sarebbero attribuibili entrambe le tipologie di diritti particolari individuate dalla norma, così R. ROSAPEPE, *Appunti su alcuni aspetti...*, *cit.*, 481. Tale conclusione è stata rifiutata dalla dottrina maggioritaria che, in modo diametralmente opposto, propende per la possibile coesistenza in capo al medesimo socio di diritti relativi all’amministrazione della società e alla distribuzione degli utili: di tale avviso, *ex multis*, M. STELLA RICHTER, *La società a responsabilità limitata...*, *cit.*, 293; L.A. BIANCHI – A. FELLER, *sub art. 2468, cit.*, 319; V. DE STASIO, *sub art. 2468, cit.*, 136; del resto, come efficacemente è stato sottolineato, si tratta di un «argomento troppo esile per giustificare un simile divieto, del quale resta poi oscuro l’interesse che esso sarebbe destinato a proteggere», così G. SANTONI, *Le quote di partecipazione...*, *cit.*, 383.

<sup>327</sup> In questi termini, A. BLANDINI, *Categorie di quote...*, *cit.*, 46 ss.

tutaria nel delineare il «contenuto [...] della partecipazione sociale» (art. 3, comma secondo, lett. f) e quindi anche dei diritti ad essa connessi, è propensa a ritenere che dette espressioni siano suscettibili di interpretazione estensiva<sup>328</sup> o, addirittura, è incline a considerarle meramente esemplificative<sup>329</sup>, e come tali assolutamente non vincolanti.

In effetti, come da più parti sottolineato, accedendo all'orientamento restrittivo, emergerebbe un'inspiegabile penalizzazione della s.r.l., tipo societario che diverrebbe connotato da una rigidità nella diversificazione delle posizioni giuridiche dei soci talmente marcata da non trovare paragone né nella s.p.a. né tanto meno nelle società personali<sup>330</sup>; il che risulterebbe arduamente giustificabile proprio in ragione della valorizzazione dell'autonomia statutaria che permea l'intervento riformatore.

Peraltro, diversamente opinando, risulterebbe assai complicato stabilire perché il legislatore abbia ritenuto percorribile la strada della deviazione dalla proporzionalità solo relativamente alla *distribuzione* degli utili e, al contrario, l'abbia negata *tout court* per le altre posizioni giuridiche a contenuto patrimoniale. E, infatti, significativamente, chi propende per la lettura restrittiva dell'art. 2468, terzo comma, c.c. è costretto ad ancorare strenuamente la propria ricostruzione all'argomento letterale nonché ad ammettere onestamente «qualche perplessità» per l'esito a cui l'orientamento conduce<sup>331</sup>.

Giova, tuttavia, sottolineare che secondo un Autore i canoni ermeneutici inducono ad escludere che una norma eccezionale come quella contenuta nel terzo comma dell'art. 2468 c.c., in quanto derogatoria del principio generale di proporzionalità fissato al comma secondo della medesima disposizione, sia suscettibile di essere applicata analogicamente e che quindi consenta l'attribuzione di diritti particolari neanche lontanamente riconducibili ai *genera* ai quali le tipologie individuate dalla norma medesima appartengono<sup>332</sup>.

L'orientamento lascia spazio a qualche riserva dal momento che risulta tutt'altro che pacifica la netta distinzione, presupposta dall'orientamento

---

<sup>328</sup> G. ZANARONE, *sub art. 2468, cit.*, 522 ss.; M. MAUGERI, *Quali diritti particolari...*, *cit.*, 1495 ss.; V. DE STASIO, *sub art. 2468, cit.*, 136; A. SANTUS – G. DE MARCHI, *Sui "particolari diritti"...*, *cit.*, 89 ss.; P. REVIGLIONE, *Il recesso nella società a responsabilità limitata*, Milano, 2008, 190 ss.;

<sup>329</sup> M. NOTARI, *Diritti "particolari" dei soci...*, *cit.*, 332; Massima n. 39 del 19 novembre 2004 della Commissione Società del Consiglio notarile di Milano, consultabile *on line* al sito *internet* [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it); A. DACCÒ, *I diritti particolari...*, *cit.*, 407; R. SANTAGATA, *sub art. 2468, cit.*, 287, il quale però – erroneamente – riporta una generalizzata adesione dottrinale all'orientamento dell'elencazione esemplificativa.

<sup>330</sup> Il punto è stato immediatamente colto da M. NOTARI, *Diritti "particolari" dei soci...*, *cit.*, 332 e successivamente sviluppato dalla Massima richiamata alla nota precedente.

<sup>331</sup> Il riferimento è nuovamente a A. BLANDINI, *Categorie di quote...*, *cit.*, 93.

<sup>332</sup> L'orientamento è riferibile a G. ZANARONE, *sub art. 2468, cit.*, 522 ss. il quale sostiene che attribuire alla norma un mero valore esemplificativo implichi un'indebita applicazione analogica della medesima.

in parola, tra applicazione analogica e interpretazione estensiva, potendo la prima essere ricondotta all'ampio ambito della seconda<sup>333</sup>. Inoltre, detto orientamento mal si concilia con le conclusioni alle quali perviene il medesimo Autore che l'ha proposto, il quale ritiene suscettibile di attribuzione *ad personam* diritti non chiaramente riconducibili a quelli individuati dalla norma quali, a titolo esemplificativo, il diritto di prelazione, di gradimento e di recesso<sup>334</sup>.

Esula dalle finalità del presente capitolo proporre un dettagliato catalogo dei possibili contenuti dei diritti particolari del socio di s.r.l. – i quali, almeno in parte, emergeranno comunque nel prosieguo del lavoro – potendo invece affermarsi che siano certamente riconducibili alle espressioni impiegate dall'art. 2468, comma terzo, c.c., e che quindi siano suscettibili di attribuzione differenziata (per quantità o qualità, in senso accrescitivo o riduttivo) ai singoli soci, *tutti i diritti dal contenuto amministrativo e/o patrimoniale* se non addirittura, come sarei propenso a ritenere, quelli attinenti al profilo circolatorio della partecipazione e, più in generale, all'*exit*. Del resto, l'esclusione di quest'ultimi dal novero dei potenziali diritti particolari determinerebbe, come già segnalato, un'incomprensibile differenziazione con la società azionaria<sup>335</sup>.

Venendo al secondo profilo sopra accennato, si osserva che la scarsa disciplina dei diritti particolari è totalmente concentrata nel quarto comma dell'art. 2468 c.c. in base al quale «[s]alvo diversa disposizione dell'atto costitutivo e salvo in ogni caso quanto previsto dal primo comma dell'articolo 2473», i diritti particolari «possono essere modificati solo con il consenso di tutti i soci».

La norma non regola né il momento introduttivo, né quello circolatorio e anche quando richiama – con una discutibile tecnica legislativa, foriera di molteplici complessità interpretative – il diritto di recesso si espone a non univoche ricostruzioni; il che induce immediatamente a suggerire una dettagliata regolamentazione statutaria dei diritti in analisi, finalizzata a delinearne la disciplina là dove la legge non dispone.

---

<sup>333</sup> Come ricorda A. DACCÒ, «Diritti particolari» e recesso dalla s.r.l., Milano, 2013, 65, nt. 30 richiamando N. BOBBIO, *L'analogia nella logica del diritto*, cit., 171 ss.

<sup>334</sup> G. ZANARONE, *sub art. 2468*, cit., 525.

<sup>335</sup> In relazione alla tematica riferita nel testo, non mi pare giochi alcun ruolo l'art. 26, comma secondo, del D.L. 18 ottobre 2012, n. 179 (convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012 n. 221) che, in tema di *start-up* innovativa costituita in forma di società a responsabilità limitata, consente, nei limiti imposti dalla legge, di determinare *liberamente* il contenuto delle categorie di quote, *anche in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, secondo e terzo comma, c.c.* Si intende dire che la disposizione citata non sembra possa essere letta in termini preclusivi di una interpretazione non letterale del novero dei diritti particolari astrattamente attribuibili a chi partecipa ad una *normale* società a responsabilità limitata. In altri termini, non sarei propenso a ritenere che il legislatore, dettando la regolamentazione di un modello speciale di s.r.l., abbia anche inteso indirizzare l'interprete nell'attività di decifrazione del dettato codicistico.

Quanto al primo momento, il problema si sostanzia nella necessità o meno del consenso unanime per l'introduzione *durante societate* del diritto particolare.

Valorizzando il rilievo che nelle società capitalistiche la regola generale è quella maggioritaria e constatando che l'introduzione di tali diritti si risolve in una modificazione statutaria, si potrebbe concludere per la superfluità dell'unanimità<sup>336</sup>.

Tuttavia, diverse considerazioni di carattere sistematico depongono in senso opposto. Innanzitutto, com'è stato puntualmente sottolineato, da un punto di vista generale appare arduo negare che una così netta caratterizzazione in senso personalistico dell'assetto statutario possa prescindere dalla necessità del consenso unanime di tutti i soci; in secondo luogo, se si consentisse l'introduzione di diritti particolari a maggioranza, «si giungerebbe al risultato, paradossale ed inaccettabile, per cui mentre per le modifiche dei diritti adottate a maggioranza sorge, a certe condizioni, il diritto di recesso, l'inserimento *ex novo* nell'atto costitutivo di tali diritti non comporterebbe il recesso, dal momento che la norma ne riconosce la sussistenza esclusivamente in relazione alle «modificazioni» dei diritti»<sup>337</sup>. Può quindi affermarsi, in punto procedimentale, che l'introduzione *durante societate* dei diritti particolari è equiparata alla successiva modificazione di questi, e che quindi sia parimenti sottoposta alla regola unanimità<sup>338</sup>.

---

<sup>336</sup> A. SERRA, *Sguardo d'insieme*, in *La nuova s.r.l.*, a cura di F. Farina, C. Ibba, G. Racugno, A. Serra, Milano, 2004, 3; L. ABETE, *I diritti particolari attribuibili ai soci di s.r.l.: alcuni profili*, in *Soc.*, 2006, 301.

<sup>337</sup> P. REVIGLIONE, *Il recesso...*, *cit.*, 175 s.

<sup>338</sup> Tale ragionamento parrebbe implicare quale diretta conseguenza l'ammissibilità di una clausola statutaria "programmatica", adottata all'unanimità, in forza della quale l'attribuzione successiva di diritti particolari avvenga a maggioranza (come sembrano propensi a ritenere A. BLANDINI, *Categorie di quote...*, *cit.*, 149 s. e G. ZANARONE, *sub art. 2468*, *cit.*, 537). A sostegno dell'orientamento contrario si eccepisce che i soci, non conoscendo il contenuto del diritto fino al momento della concreta attribuzione, patirebbero un rischio eccessivo ed insopportabile, così G. MARASÀ, *Maggioranza e unanimità nelle modificazioni dell'atto costitutivo di s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, III, Torino, 2007, 710 s.; P. REVIGLIONE, *Il recesso...*, *cit.*, 176; A. SANTUS – G. DE MARCHI, *Sui "particolari diritti"...*, *cit.*, 95 s.; F. GUERRERA, *Le modificazioni dell'atto costitutivo...*, *cit.*, 245, secondo il quale, sottintendendo una diversità sostanziale tra modificazione di diritti particolari già esistenti e l'introduzione di nuovi, afferma che «l'inserimento di un qualsiasi «diritto particolare» con decisione a maggioranza determinerebbe una situazione di grave incertezza prospettica delle regole societarie e, dal punto di vista del singolo socio (di minoranza) [...] un'indiscriminata soggezione al potere del gruppo di comando di derogare *ex post* al principio di «proporzionalità», che attiene al nucleo causale del contratto di società». Il rilievo non appare pienamente convincente poiché in realtà i soci corrono il medesimo rischio con la previsione della modificabilità a maggioranza che potrebbe financo comportare lo stravolgimento del diritto particolare originariamente attribuito. E si v, infatti, le osservazioni di A. BLANDINI, *Categorie di quote...*, *cit.*, 149 nt. 9.

Come già più volte emerso, per le modificazioni dei diritti particolari il regime legale, benché derogabile, è il consenso di tutti i componenti la compagine sociale<sup>339</sup>.

La *ratio* della regola unanimistica è colta osservando che l'attribuzione del diritto particolare al singolo socio avviene in «considerazione della [sua] posizione personale» e quindi determina l'emersione di elementi di *intuitus* simili a quelle delle società personali; emersione che quindi giustifica un eccezionale ritorno alla regola dell'art. 2252 c.c. per la modificazione del contratto sociale<sup>340</sup>.

La norma, in parte conferma, e in parte rinnega, i risultati ai quali pervenivano dottrina e giurisprudenza *ante* riforma, e cioè che per apportare variazioni alle situazioni giuridiche attribuite *ad personam* – stante l'assenza, nel *corpus* normativo dedicato alla s.r.l., di una previsione analoga a quella dell'art. 2376 c.c. – occorresse necessariamente il consenso individuale dei rispettivi titolari<sup>341</sup>, così sostanzialmente postulandone la natura giuridica di *Sonderrecht*.

Infatti, se è pur vero che l'attuale regime legale richiede il consenso di tutti i soci<sup>342</sup>, e tra questi sono ovviamente ricompresi i titolari del diritto individuale oggetto della modificazione<sup>343</sup>, è altrettanto vero che la norma è dichiaratamente suppletiva.

È poi dibattuto a *quali* modificazioni la norma faccia riferimento, e più precisamente se la regola dell'unanimità dei consensi operi solo per quelle decisioni che importino una vera e propria modificazione della clausola statutaria attributiva dei diritti particolari (*c.d. modifiche dirette*), oppu-

---

<sup>339</sup> Si noti, per inciso, che anche per l'introduzione successiva di una clausola statutaria che stabilisca la modificabilità a maggioranza dei diritti particolari sarà necessario il consenso unanime dei soci; in questi termini A. DACCÒ, *I diritti particolari...*, cit., 402 s.; L. DELLI PRISCOLI, *L'uscita volontaria del socio dalle società di capitali*, Milano, 2005, 172; Trib. Trento, 22 dicembre 2004, in *Soc.*, 2005, 1157; Trib. Milano, 14 ottobre 2004, in *Giur. milanese*, 2004, 474 s. *Contra*, isolatamente, M. MALTONI, *La partecipazione sociale...*, 161, sul presupposto che in tal caso la tutela sarebbe circoscritta al diritto di recesso

<sup>340</sup> Così, G. ZANARONE, *sub art. 2468*, cit., 531 s., facendo leva sulla *Relazione* illustrativa, dalla quale è tratta l'espressione riportata nel testo.

<sup>341</sup> In dottrina, per tutti, G. SANTINI, *sub art. 2472*, cit., 39; in giurisprudenza si v. Trib. Trieste, 2 giugno 1994 e Trib. Monza, 15 gennaio 1997, cit., 787.

<sup>342</sup> Circostanza che ha indotto M. PERRINO, *La «rilevanza del socio» nella s.r.l....*, cit., 831 ad affermare la *funzione organizzativa* dei diritti particolari in quanto «solo l'immodificabilità senza il consenso del singolo socio titolare del diritto che si vuole modificare, non l'unanimità di tutti i soci, sarebbe il regime coerente con una ipotetica carenza di legittimazione della società, e perciò ad una catalogazione in termini di diritti del socio come terzo, invece che in quanto membro del gruppo». Condividono l'impostazione A. DACCÒ, *I diritti particolari...*, cit., 409; G. ZANARONE, *sub art. 2468*, cit., 531. Discorrono invece di *diritti individuali*, F. GUERRERA, *Le modificazioni dell'atto costitutivo...*, cit., 242 ss.; G. MARASÀ, *Maggioranza e unanimità...*, 9 ss. Eclettica, invece, la posizione di R. SANTAGATA, *sub art. 2468*, cit., 298 s.

<sup>343</sup> Nel caso difetti il consenso unanime, si discute se la delibera debba reputarsi *inefficace* o *invalida*. Nel primo senso, P. REVIGLIONE, *Il recesso...*, cit., 176; nel secondo, con la conseguenza che la tutela reale lascerebbe il passo a quella risarcitoria e al diritto di recesso, M. PERRINO, *La «rilevanza del socio» nella s.r.l....*, cit., 831; G. ZANARONE, *sub art. 2468*, cit., 536; R. SANTAGATA, *sub art. 2468*, cit., 287.

re anche per quelle operazione che, pur non determinando una modifica di tale clausola, comportino quale effetto secondario una variazione riflessa, mediata dei diritti predetti (c.d. *modifiche indirette*)<sup>344</sup>.

La disposizione in analisi fa «salvo in ogni caso quanto previsto dal primo comma dell'art. 2473» e cioè il riconoscimento del diritto di recesso ai soci che non abbiano concorso all'approvazione di deliberazioni (o decisioni) aventi ad oggetto il «compimento di operazioni che comportano [...] una rilevante modificazione dei diritti attribuiti ai soci a norma dell'art. 2468, quarto [*rectius* terzo] comma». Fatto salvo quanto sarà subito *infra* chiarito, propenderei quindi per la prima ricostruzione suddetta perché perfettamente aderente al tenore letterale dell'art. 2473, primo comma, c.c. che, riconoscendo esplicitamente il diritto di recesso solo in relazione alle c.d. *modifiche indirette*, presuppone una delibera assunta a maggioranza, l'unica ontologicamente compatibile con tale tutela. Peraltro, si noti che per le materie contemplate all'art. 2479, comma secondo, n. 5, c.c. – *vale a dire* le decisioni «di compiere operazioni che comportano [...] una rilevante modificazione dei diritti dei soci», tra le quali rientrano quelle che impattano sui soli diritti «particolari» dei soci – sono soggette all'imperio della maggioranza, come si desume indiscutibilmente dall'art. 2479-*bis*, terzo comma, c.c.

Venendo alle deroghe al criterio unanimistico si osserva che queste possono indubbiamente estrinsecarsi in vario modo: la regola maggioritaria potrebbe essere introdotta puramente e semplicemente o potrebbe essere irrobustita da *quorum* deliberativi rafforzati ovvero dalla previsione del necessario consenso individuale del singolo titolare del diritto particolare modificato<sup>345</sup>. Si potrebbe anche stabilire, come non si è mancato di sottolineare, che per la modificazione del diritto particolare occorra non solo l'imprescindibile deliberazione avente ad oggetto la modifica statutaria ma anche la deliberazione (maggioritaria) dei titolari di diritti particolari riuniti in assemblea speciale, così ricalcando il meccanismo di tutela degli azionisti di categoria previsto dall'art. 2376 c.c.<sup>346</sup>

---

<sup>344</sup> Nel primo senso si sono espressi, A. BLANDINI, *Categorie di quote...*, cit., 173 ss.; G. ZANARONE, *sub art. 2468*, cit., 529 s. nt. 49; G. MARASÀ, *Maggioranza e unanimità...*, 711; M. MALTONI, *La partecipazione sociale*, cit., 212; R. SANTAGATA, *sub art. 2468*, cit., 302 s.; A. DACCÒ, «Diritti particolari» e recesso dalla s.r.l., cit., 97 ss. (che muta orientamento rispetto all'edizione provvisoria del 2005, 141 s.) nel secondo, in particolare, L. DELLI PRISCOLI, *L'uscita volontaria del socio...*, cit., 174; P. REVIGLIONE, *Il recesso...*, cit., 152 ss.

<sup>345</sup> In quest'ultimo senso, A. SANTUS – G. DE MARCHI, *Sui "particolari diritti"...*, cit., 95; L. ABETE, *I diritti particolari...*, cit., 300.

<sup>346</sup> M. NOTARI, *Diritti "particolari" dei soci...*, cit., 335 ss. e diffusamente, sulla scia, A. BLANDINI, *Categorie di quote...*, cit., 165 ss., che fanno del punto evidenziato nel testo un momento chiave per l'individuazione di una disciplina di "classe", passaggio obbligato per affermare la legittimità di «categorie di quote» e «categorie di soci», come i predette Autori sono rispettivamente propensi a ritenere. Si noti che, anche nel sistema *ante* riforma, la prevalente dottrina riteneva ammissibile la creazione statutaria di una tale assemblea speciale: A. GRAZIANI, *Diritto delle società*, cit., 468; A. MIGNOLI, *Le assem-*

Come anticipato, il diritto di recesso non è espressamente accordato ai soci non consenzienti alle decisioni aventi ad oggetto le c.d. modificazioni dirette dei diritti particolari, bensì esclusivamente e «in ogni caso» – quindi a prescindere da eventuali deroghe alla regola unanimitica – ai soci non consenzienti alle decisioni aventi ad oggetto il compimento di operazioni che, quale effetto ulteriore all’attuazione dell’operazione medesima, determinano una *rilevante* modificazione *indiretta* dei diritti predetti<sup>347</sup>.

Secondo la posizione assunta dalla maggioranza degli interpreti la lacuna deve essere colmata in via interpretativa, nel senso che, se il recesso compete per le modifiche indirette, dovrà competere *a fortiori* anche per quelle dirette<sup>348</sup>, naturalmente qualora sia stata statutariamente percorsa la strada della deroga al consenso unanime.

Tra gli autori che propendono per questa ricostruzione, è poi discusso se, nel caso di deliberazione assembleare incidente sulla previsione statutaria avente ad oggetto il diritto particolare, il recesso operi in virtù dell’applicazione *diretta* o *analogica*<sup>349</sup> dell’art. 2473, primo comma, c.c. E ancora, si dibatte circa il requisito della *rilevanza* della modificazione, e più precisamente se detto requisito debba sussistere solo per le variazioni indirette, come testualmente previsto, o anche per quelle dirette<sup>350</sup>.

A favore dell’operatività incondizionata del recesso sembrerebbe militare il rilievo che sarebbe incoerente un ordinamento che riconoscesse il recesso al socio non consenziente solo nell’eventualità in cui la decisione abbia quale effetto riflesso la modifica rilevante del diritto particolare e la negasse, invece, là dove venga assunta una decisione avente esclusivamente tale scopo.

---

blee..., cit., 350; G.C.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, cit., 165; G. SANTINI, *sub art. 2472*, cit., 39; G. ZANARONE, *La società...*, cit., 168.

<sup>347</sup> Il diritto di recesso compete a *tutti i soci* che non abbiano prestato il consenso alla modifica e non solo al socio titolare del diritto particolare: M. PERRINO, *La «rilevanza del socio» nella s.r.l....*, cit., 831; G. SANTONI, *Le quote di partecipazione...*, cit., 383, A. SANTUS – G. DE MARCHI, *Sui “particolari diritti”...*, cit., 97; P. REVIGLIONE, *sub art. 2468*, cit., 296; ID., *Il recesso...*, cit., 148 ss., 172 ss.; A. TRICOLI, *Sull’ammissibilità di quote di s.r.l.*, cit., 1057 ss.; L. ABETE, *I diritti particolari...*, cit., 301; N. CIOCCA, *Il recesso del socio dalla società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, 200 ss.; F. GUERRERA, *Le modificazioni dell’atto costitutivo*, cit., 249; *contra* A. SERRA, *Sguardo d’insieme*, 3 e, sembrerebbe, C. MONTAGNANI, *La fattispecie costitutiva*, in *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, a cura di V. Santoro, Milano, 2003, 65.

<sup>348</sup> M. PERRINO, *La «rilevanza del socio» nella s.r.l....*, cit., 821; M. MALTONI, *sub art. 2468*, cit., 1830; A. DACCÒ, «*Diritti particolari*» e *recesso dalla s.r.l.*, cit., 78 s.

<sup>349</sup> Nel primo senso, G. ZANARONE, *sub art. 2468*, cit., 539 nt. 70; R. SANTAGATA, *sub art. 2468*, cit., 303; nel secondo, A. DACCÒ, *I diritti particolari...*, cit., 410; EAD., «*Diritti particolari*» e *recesso dalla s.r.l.*, 78 nt. 57.

<sup>350</sup> Nel senso che qualsiasi modifica diretta, financo marginale, dia luogo al diritto di recesso P. REVIGLIONE, *Il recesso...*, cit., 148 ss.; G. ZANARONE, *sub art. 2468*, cit., 539 nt. 72; R. SANTAGATA, *sub art. 2468*, cit., 303. *Contra* A. DACCÒ, *I diritti particolari...*, cit., 410.

Di diverso avviso è chi afferma che, qualora la società abbia introdotto la regola maggioritaria per le modifiche dirette, in relazione ad esse il recesso spetterebbe solo se statutariamente previsto<sup>351</sup>.

A sostegno della posizione, si afferma che l'ordinamento offre protezione, almeno di *default*, al socio non consenziente alla modifica diretta del diritto particolare proprio per mezzo della regola unanimistica, con la conseguenza che qualora nella libera determinazione dell'assetto negoziale del contratto sociale «il socio abbia deciso di rinunciare a questa *chance*, non [potrebbe] certo dolersi della propria scelta, quando, *ex post*, la soluzione non sia più perfettamente calzante rispetto alle sue esigenze»<sup>352</sup>. Ciò, si osserva, non significherebbe privare il socio dissenziente di ogni tutela successiva all'introduzione della regola maggioritaria, bensì a spronarlo a negoziare, contestualmente a tale introduzione, la previsione di una specifica ipotesi di recesso convenzionale<sup>353</sup>.

Entrambe le ricostruzioni, per vero, non convincono appieno: la prima fatica a giustificare l'operatività della tutela per le modifiche dirette; la seconda, negandola *tout court*, mi pare confidi eccessivamente nella capacità di autotutelarsi del socio di s.r.l. sul – del tutto eventuale – presupposto che questi sia sempre ed effettivamente in grado di farsi artefice della sua stessa rilevanza.

Potrebbe quindi ipotizzarsi che, quando l'art. 2473, primo comma, c.c. evoca il «compimento di operazioni che comportano [...] una rilevante modificazione dei diritti» particolari, non intenda riferirsi esclusivamente ad *operazioni economiche* bensì, in senso lato, ad *ogni azione che possa importare una variazione significativa dei diritti particolari*, e tra queste anche alle decisioni aventi quale unico fine quello di incidere sui predetti diritti.

Nonostante sia assai probabile che il termine “operazione” – ricorrente, come precisato, oltre che all'art. 2473, primo comma, anche all'art. 2479, comma secondo, n. 5 – abbia un significato giuridico proprio e che in questo non sembri essere ricompresa la modificazione statutaria avente ad oggetto una variazione del diritto particolare<sup>354</sup>, non pare che la ricostruzione propo-

---

<sup>351</sup> ASSOCIAZIONE PREITE, *Il diritto delle società*, a cura di U. Morera, G. Olivieri, M. Perassi, G. Presti e F. Vella, 3<sup>a</sup> ed., Bologna, 2009, 259; A. BLANDINI, *Categorie di quote...*, *cit.*, 179 ss.

<sup>352</sup> A. BLANDINI, *Categorie di quote...*, *cit.*, 175 s.; L. A. BIANCHI – A. FELLER, *sub art. 2468*, 338; R. GUGLIELMO, *Diritti particolari dei soci...*, 589 ss.

<sup>353</sup> Afferma, infatti, A. BLANDINI, *Categorie di quote...*, *cit.*, *ivi*, che «qualora il socio, nella negoziazione delle condizioni afferenti la propria partecipazione, non abbia insisto né per una soluzione né per l'altra, non potrà obiettare alcunché in caso di variazione compiuta a prescindere dalla sua volontà».

<sup>354</sup> Come sembra propenso a ritenere M. CIAN, *Le decisioni dei soci*, *cit.*, 14, ove afferma trattarsi «di decisioni che non comportano alcuna, formale modificazione dello statuto, e che però concernono operazioni il cui compimento è suscettibile di incidere, sostanzialmente, e sotto specifici aspetti (dell'attività e dei diritti dei soci), proprio sull'assetto strutturale dell'ente, come definito in statuto».



sta, pur basandosi su una indubbia forzatura del dato letterale, risulti eccessivamente audace.

Altrimenti opinando, infatti, risulterebbe assai complicato giustificare il silenzio della legge in punto di variazioni dirette, conseguenti cioè a specifiche modificazioni statutarie, e decise in deroga alla regola unanimitica.

In relazione al primo orientamento sopra riportato, mi sembra poi che la tesi proposta sia l'unica a non dover necessariamente inerpicarsi lungo tortuosi percorsi interpretativi volti ad individuare il fondamento normativo dell'operatività (analogica o diretta) della tutela per le ipotesi non espressamente regolate. E in tale percorso, credo proprio che l'espressione avverbiale «in ogni caso» non chiarisca inequivocabilmente l'operatività del recesso per le c.d. modifiche dirette<sup>355</sup>, ma, a dire il vero, pare abbia il ben più limitato scopo di specificare che, indipendentemente dal regime prescelto per le modifiche dei diritti particolari, opererà – appunto «in ogni caso» – il primo comma dell'art. 2473 c.c. che, si ribadisce, contempla solamente le c.d. modifiche indirette.<sup>356</sup>

Peraltro, sostenere la spettanza del diritto di recesso per qualsiasi modifica diretta, ancorché irrilevante, stravolge il contenuto della disposizione da ultimo citata che chiaramente circoscrive il potere di *exit* nei soli casi di variazioni rimarchevoli.

Ritenere che “il giudizio di rilevanza” possa condurre ad esiti incerti, se non addirittura arbitrari, come taluno paventa<sup>357</sup>, è indubbiamente un'osservazione verosimile ma ciò non toglie che della spettanza del diritto di recesso per *ogni* modificazione diretta (irrilevante o marginale che sia) non v'è traccia alcuna nella legge.

Quanto al secondo orientamento sopra citato, occorre ricordare, che, oltre ai costi di transazione che una negoziazione volta all'inserimento di una clausola di recesso convenzionale potrebbe comportare<sup>358</sup>, non sempre il socio è in grado di percepire *ex ante* (i) le problematiche che potrebbero insorgere successivamente all'introduzione della regola maggioritaria e (ii) l'importanza del potere contrattuale nelle sue mani<sup>359</sup>.

---

<sup>355</sup> Come vorrebbero F. GUERRERA, *Le modificazioni dell'atto costitutivo...*, cit., 248 s.; G. ZANARONE, *sub art. 2468, cit.*, 539 nt. 70; R. SANTAGATA, *sub art. 2468, cit.*, 303.

<sup>356</sup> Di uguale avviso A. DACCÒ, «Diritti particolari» e recesso dalla s.r.l., cit., 78 nt. 57.

<sup>357</sup> R. SANTAGATA, *sub art. 2468, cit.*, 303, dal quale è tratta l'espressione virgolettata nel testo.

<sup>358</sup> Sui quali, per tutti, V. DI CATALDO, *Società a responsabilità limitata e autonomia statutaria.*, cit., 307 s.

<sup>359</sup> In generale, sulla necessità di un intervento protezionista del legislatore, a prescindere dalla capacità di autotutela del socio si veda l'appassionato dibattito che ha avuto luogo oltreoceano tra Chander e Bainbridge, e segnatamente: A. CHANDER, *Minorities, Shareholder and Otherwise*, in *Yale Law Journal*, 2003, 124, 145; S.M. BAINBRIDGE, *There in No Affirmative Action for Minorities, Shareholder and Otherwise in Corporate Law*, in *Yale L.J. Pocket Part*, 2008, 118, 71 s.; A. CHANDER, *Corporate Law's Distributive Design*, *ivi*, 82 s.

Conclusivamente, può quindi affermarsi che (i) nel vigore della regola unanimitica, il recesso spetterà a *tutti i soci* non consenzienti al compimento di *operazioni economiche* che determinino una variazione *rilevante* dei diritti particolari; (ii) nel vigore della regola maggioritaria, invece, il recesso spetterà a tutti i soci non consenzienti al compimento di *qualsiasi attività*, sia essa diretta (*i.e.* modifica statutaria) o indiretta (*i.e.* operazione economica), che determini una variazione rilevante dei diritti predetti.

### **3. Il profilo soggettivo e il profilo circolatorio dei diritti particolari. Verso l'oggettivizzazione della partecipazione nella società a responsabilità limitata.**

Il profilo soggettivo dei diritti particolari e quello circolatorio sono stati volutamente lasciati al termine della trattazione; credo, infatti, che attraverso la configurazione statutaria di tali profili transiti la possibilità di determinare una significativa oggettivizzazione delle quote di partecipazione, secondo una direttiva uguale e contraria rispetto a quella indagata nell'ambito della società azionaria.

Quanto al primo profilo accennato, esso si sostanzia nelle modalità di individuazione dei soggetti cui compete il diritto particolare.

L'art. 2468, comma terzo, c.c. è chiarissimo nel precisare che dette posizioni giuridiche possono essere attribuite a «singoli soci». Tale riferimento – che agevola l'esclusione di soggetti terzi alla compagine sociale tra i possibili beneficiari del diritto individuale – è, di regola, da intendersi quale *identificazione nominativa* del soggetto titolare nel binomio documentale atto costitutivo/statuto.

Giova precisare che nulla vieta che la «considerazione della posizione personale» possa emergere con riferimento a *tutti* i membri della compagine<sup>360</sup> con la conseguenza che sarebbe possibile riconoscere un diritto particolare ad ogni socio.

Secondo un orientamento non isolato, l'individuazione del titolare del diritto particolare potrebbe avvenire non solo attraverso la specificazione del nome e cognome della persona fisica titolare, o della denominazione dell'ente, bensì anche *per relationem*, e cioè facendo riferimento alla sussistenza in capo al singolo socio di determinate caratteristiche personali<sup>361</sup>,

---

<sup>360</sup> G. ZANARONE, *sub art. 2468, cit.*, 523, nt. 35.

<sup>361</sup> L. A. BIANCHI – A. FELLER, *sub art. 2468, cit.*, 334 sviluppando uno spunto di M. AVAGLIANO, *Detenzione della maggioranza del capitale e circolazione delle partecipazioni nella s.r.l.: dalle "classi e categorie di partecipazioni" ai "particolari obblighi"*, in *S.r.l. artigiana e autonomia statutaria*, Milano, 2007, 179; aderisce alla prospettazione A. BLANDINI, *Categorie di quote...*, *cit.*, 172; R. SANTAGATA, *sub art. 2468, cit.*, 286; M. CIAN – C. SANDEI, *La partecipazione azionaria...*, *cit.*, 149 i quali affermano che «[f]erma restando la necessità di un adeguato supporto causale, sarebbe quindi da considerare legittima la clausola, inserita in uno statuto di s.r.l., con cui si avesse per esempio ad assegnare un diritto particolare a tutti i soci appartenenti ad una determinata famiglia (in ipotesi quella del fondatore), o a quelli residenti all'estero (per favorire l'internazionalizzazione della compa-

quali, a titolo esemplificativo, l'anzianità anagrafica o "partecipativa", l'esercizio di una particolare attività professionale o economica, il mancato esercizio di attività concorrenziale, la messa a disposizione della società di determinati apporti, e via discorrendo.

Detto orientamento merita adesione; esso, infatti, preserva il collegamento alla persona del socio che la norma citata eleva a caratteristica essenziale dell'istituto<sup>362</sup>. Del resto, una conferma della correttezza della prospettazione emerge dalla Relazione illustrativa al d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, ove si afferma che causa dell'attribuzione statutaria dei diritti particolari a singoli soci è la «considerazione della loro posizione personale»; considerazione che quindi potrebbe estrinsecarsi anche per mezzo dell'indicazione della caratteristica individuale da valorizzare, la cui sussistenza consente, benché indirettamente, l'individuazione del soggetto titolare del diritto particolare.

Ben si comprende che le due modalità di individuazione del beneficiario del diritto particolare rispondono ad esigenze differenti: la prima – l'individuazione nominativa – valorizza direttamente la persona del socio ma non enuclea statutariamente le ragioni di tale valorizzazione, la seconda – l'individuazione *per relationem* – invece, valorizza la caratteristica individuale, la cui sussistenza consente indirettamente la determinazione del soggetto beneficiario del diritto particolare.

Potrebbe quindi sintetizzarsi dicendo che l'attribuzione *ad personam* si focalizza sulla persona del socio, l'attribuzione *per relationem* si concentra, invece, sulle caratteristiche individuali di quest'ultimo.

Occorre poi precisare che il diritto particolare sarà operante qualora la peculiarità individuale – elevata statutariamente a parametro di individuazione del soggetto titolare del diritto stesso – si verifichi e, al contrario, sarà quiescente, qualora essa non sussista.

Esemplificando, s'immagini una clausola statutaria che riconosca un diritto poziore nella distribuzione dell'utile per i membri della compagine che esercitino una determinata attività professionale od economica; è d'immediata evidenza che qualora il presupposto dell'esercizio effettivo di tale attività sussista in capo al socio, ad esso spetterà il diritto particolare, mentre, in caso contrario, il diritto particolare rimarrà "inattivo".

---

gine), come anche ai soci la cui partecipazione superi un certo livello dimensionale (per favorire la stabilità del controllo)». In termini sostanzialmente analoghi l'orientamento I.I.9 del Comitato Triveneto dei notai in materia di atti societari, rinvenibile *on line* al sito *internet* [www.notaitriveneto.it](http://www.notaitriveneto.it) ove si afferma che è comunque possibile attribuire diritti particolari «a singoli soci individuati per appartenenza a categorie omogenee (ad esempio ai titolari di una determinata partecipazione di minoranza o di maggioranza, a soci persone giuridiche, a residenti all'estero o in determinati comuni, a coloro che hanno compiuto una certa età o non l'hanno raggiunta, a cittadini di un determinato stato, e così via)».

<sup>362</sup> Almeno nella sua versione legale e quindi a prescindere da eventuali opzioni statutarie che determinino l'insorgere di un legame tra il diritto e – anziché il soggetto – la partecipazione; ipotesi sulle quali ci si soffermerà poco oltre nel testo.

Qualora il socio alieni la propria partecipazione, l'avente causa subentrerà – in senso atecnico, non trattandosi di un fenomeno di circolazione del titolo<sup>363</sup> – nel diritto particolare nel caso soddisfi i requisiti previsti statutariamente<sup>364</sup>.

Un Autore che ha affrontato *ex professo* il tema dell'individuazione *per relationem* del titolare del diritto particolare, ha assimilato tale meccanismo ai diritti particolari «a termine»<sup>365</sup>.

Nonostante appaia arduo prospettare un inquadramento generale del fenomeno a ragione sia delle molteplici configurazioni statutarie che il parametro di individuazione (*i.e.*, la peculiarità individuale) del soggetto potrebbe assumere sia della difficoltà di trasporre nel fenomeno associativo gli elementi accidentali apponibili al negozio giuridico, mi sembra che l'accostamento sia fuorviante perché difficilmente risulterà verificato il requisito della certezza, che, come noto, connota il termine – iniziale o finale – di produzione degli effetti.

Infatti, risultando chiaro che il diritto particolare spetterà esclusivamente qualora la caratteristica individuale sussista, pare più corretto assimilare l'attribuzione *per relationem* al meccanismo condizionale, proprio perché è tendenzialmente eventuale la sussistenza, o quantomeno la permanenza, della predetta caratteristica in capo al socio.

Se così è, come pare a chi scrive, affiora una chiara assonanza con quanto affermato nell'ambito della società anonima in merito alle clausole *ad incertam personam* che, senza determinare la creazione di categorie azionarie, condizionano l'attribuzione di benefici patrimoniali al verificarsi di situazioni obiettive, astratte e potenzialmente riferibili ad ogni socio.

Cionondimeno, una differenza sostanziale tra le due ipotesi emerge con evidenza: nel contesto della società per azioni – dove la regola è la spersonalizzazione – la clausola attribuisce una significativa rilevanza alla persona dell'azionista, al contrario, nel contesto della società a responsabilità limitata – dove la regola è la personalizzazione – la clausola determina un affievolimento della connessione tra il diritto e la persona del socio, a favore delle caratteristiche individuali di quest'ultimo. Il meccanismo sopra descritto determina quindi, da un lato, la *personalizzazione* della partecipazione azionaria, mentre, dall'altro, l'*oggettivizzazione* della quota di partecipazione, segnando così un sensibile allontanamento dalle usuali fisionomie dei predetti tipi sociali.

L'oggettivizzazione della partecipazione in s.r.l. potrebbe financo raggiungere livelli “estremi” operando statutariamente sul regime circolatorio dei diritti particolari attribuiti ai soci nominativamente individuati.

---

<sup>363</sup> Tant'è vero che se la quota fosse parzialmente ceduta, potrebbe spettare sia al cedente che al cessionario.

<sup>364</sup> A. BLANDINI, *Categorie di quote...*, cit, 172.

<sup>365</sup> A. BLANDINI, *Categorie di quote...*, cit, 172 s. Sui diritti particolari a termine, si v., in particolare, O. CAGNASSO, *La società...*, cit., 133.

La legge, come ricordato, non detta alcuna specifica disposizione sul punto.

Pur nel silenzio del dato normativo, l'unanime dottrina è concorde nel ritenere che, di regola, il diritto particolare non circoli unitamente alla quota di partecipazione e che, a seguito del trasferimento *inter vivos* o *mortis causa* di questa, esso si estingue<sup>366</sup> in quanto esclusivamente appannaggio del socio a cui il diritto è stato inizialmente riconosciuto.

Tuttavia, le opinioni degli interpreti divergono circa l'intensità dell'autonomia concessa ai soci nel delineare regimi circolatori differenti da quello legale.

Naturalmente, il problema non ha ragione di porsi qualora sussista il consenso unanime dei soci per il trasferimento (*rectius*, il riconoscimento *ex novo*) del diritto particolare in capo al socio resosi acquirente della partecipazione. Al contrario, il problema emerge nel caso il trasferimento abbia luogo in assenza dell'unanimità dei consensi.

Diversi autori, argomentando dalla – presunta – ontologica incredibilità del diritto particolare, ritengono che non sarebbe consentito prevedere statutariamente che questo circoli *automaticamente* con la partecipazione<sup>367</sup>.

Altri autori, sul presupposto che il concetto di modificazione dei diritti particolari, di cui all'art. 2468 comma quarto c.c., può sostanziarsi tanto in una variazione *oggettiva* quanto in una variazione *soggettiva*<sup>368</sup>, ritengono che l'autonomia statutaria possa spingersi al massimo sino a richiedere il consenso della maggioranza dei soci, e non dell'unanimità di questi, per la modificazione del soggetto titolare del diritto particolare<sup>369</sup>. Il ragionamento è così riassumibile: *se* la deroga alla regola unanimitica per le modificazioni inerenti all'oggetto del diritto particolare può al limite coincidere con la previsione del principio maggioritario, *allora* anche in tema di variazioni soggettive l'autonomia statutaria non potrà spingersi oltre tale limite.

Un terzo orientamento, invece, propende per l'ammissibilità di una clausola statutaria che legittimi il trasferimento del diritto particolare unitamente alla partecipazione, divergendo però coloro che aderiscono alla rico-

---

<sup>366</sup> M. NOTARI, *Diritti "particolari" dei soci...*, cit., 333; C. ANGELICI, *La Riforma delle società di capitali...*, cit., 68 ss.; G. ZANARONE, *sub art. 2468*, cit., 538; A. BLANDINI, *Categorie di quote...*, cit., 189; A. SANTUS – G. DE MARCHI, *Sui "particolari diritti"...*, cit., 99; P. REVIGLIONE, *sub art. 2468*, cit., 1802 ss.; M. PERRINO, *La «rilevanza del socio» nella s.r.l....*, cit., 832; A. DACCÒ, *I diritti particolari...*, cit., 399; O. CAGNASSO, *La società...*, cit., 138; R. SANTAGATA, *sub art. 2468*, cit., 304; e, limitatamente ai diritti amministrativi, M. MAUGERI, *Quali diritti particolari...*, cit., 1494 s.

<sup>367</sup> P. SPADA, *Classi e tipi...*, cit., 45, 49; G. OPPO, *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio...*, cit., 60 s.; e R. ROSAPEPE, *Appunti su alcuni aspetti...*, cit., 485, il quale arriva ad ipotizzare l'intrasferibilità della quota come riflesso del carattere personale del diritto particolare attribuito al suo titolare.

<sup>368</sup> In quanto «il consenso di tutti è consenso anche sulla persona»; così P. SPADA, *Classi e tipi...*, cit., 45.

<sup>369</sup> L. A. BIANCHI – A. FELLER, *sub art. 2468*, cit., 335; R. SANTAGATA, *sub art. 2468*, cit., 305; in tal caso, divergendo i predetti Autori tra chi, rispettivamente, non riconosce o riconosce il diritto di recesso per i soci non consenzienti alla variazione soggettiva.

struzione tra chi ritiene che anche in tal caso sussista il diritto di recesso per i soci non consenzienti al trasferimento e chi, invece, nega la sua operatività<sup>370</sup>.

Sono diversi gli argomenti che paiono deporre a favore dell'ammissibilità di una previsione statutaria che sancisca la trasferibilità del diritto particolare unitamente alla quota di partecipazione: *innanzitutto*, la lettera dell'art. 2469 c.c. non pare autorizzare una differenziazione nel regime legale della trasmissione della quota del socio a seconda che a quest'ultimo sia stato o no attribuito un diritto particolare<sup>371</sup>. La quota di partecipazione è, infatti, «liberamente» trasferibile<sup>372</sup> e tale regola non patisce limitazioni, salvo quelle poste dalla legge – ma insussistenti nell'ipotesi in esame – o dallo statuto<sup>373</sup>.

*In secondo luogo*, negare la possibilità di stabilire la circolazione congiunta di partecipazione e diritto particolare determina una grave attrito, specialmente in riferimento all'allocatione dei diritti amministrativi, con la disciplina in tema di pegno, usufrutto e sequestro, stabilita dall'art. 2352 c.c., come richiamato nell'ambito della s.r.l. dall'art. 2471-*bis*. L'impossibilità di trasferire unitamente alla partecipazione il diritto particolare attribuito al titolare della stessa determinerebbe quali possibili scenari «o il mantenimento in capo al socio di tali diritti – con un evidente *vulnus* alla *ratio* stessa della diversa previsione generale in tema di diritti amministrativi stabilita dall'art. 2352 c.c. [...] – o, in alternativa, la loro sospensione o, addirittura, estinzione», con, in questi ultimi casi, un'immediata riduzione del valore della partecipazione, non soltanto a scapito del socio<sup>374</sup>. Lo scenario diverrebbe sinistro, se non addirittura inquietante, qualora ad un socio sia attribuito il diritto di voto più che proporzionale<sup>375</sup> e ad un altro socio un diverso diritto particolare amministrativo; solo il primo, infatti, salvo convenzione contraria, sarebbe attribuito al beneficiario del vincolo reale, mentre il secondo, salvo che dal titolo risulti diversamente, spetterà

---

<sup>370</sup> Nel primo senso, P. REVIGLIONE, *Il recesso...*, cit., 184 ss.; M. CAVANNA, *Partecipazione e "diritti particolari" dei soci*, in *Le nuove s.r.l.*, a cura di M. Sarale, Bologna, 2008, 160 s.; G. ZANARONE, *sub art. 2468*, cit., 538., nel secondo, A. BLANDINI, *Categorie di quote...*, cit., 196. Pur ritenendo legittimo ancorare il diritto particolare, anziché alla persona del socio, al contenuto della partecipazione, con la conseguente idoneità del primo a circolare con la seconda, non si esprimono sulla spettanza del diritto di recesso ai non consenzienti M. NOTARI, *Diritti "particolari" dei soci...*, cit., 333; A. TRICOLI, *Sull'ammissibilità di quote di s.r.l.*, cit., 1029 ss.; O. CAGNASSO, *La società...*, cit., 139 ss.; A. DACCÒ, *I diritti particolari...*, cit., 402 nonché la Massima n. 39 della Commissione Società del Consiglio notarile di Milano, cit.

<sup>371</sup> G. OPPO, *Patto sociale, patti collaterali...*, cit., 60; C. MONTAGNANI, *La fattispecie costitutiva*, cit., 59.

<sup>372</sup> A differenza di quanto avviene, ad esempio, in Spagna e in Francia, ove il regime residuale è la limitata trasferibilità della quota. Si v., infatti, l'art. 29 della *Ley* 23 marzo 1995, n. 2 de *Sociedad de responsabilidad limitada* nonché l'art. L. 224-14 del *C. comm.*

<sup>373</sup> A. BLANDINI, *Categorie di quote...*, cit., 191 s.

<sup>374</sup> A. BLANDINI, *Categorie di quote...*, cit., 194.

<sup>375</sup> Come sempre più numerosi Autori ritengono possibile, si v. *supra* nt. 2.

congiuntamente al socio e al titolare del vincolo reale, con problemi applicativi non indifferenti<sup>376</sup>.

Si noti poi che per i diritti particolari patrimoniali non si pone alcun interesse a che essi competano al soggetto originariamente beneficiario piuttosto che agli aventi causa di questo<sup>377</sup>. In altre parole, per i soci non coinvolti nel trasferimento della partecipazione, poco cambia che un diritto particolare patrimoniale sia riconosciuto ad un socio piuttosto che ad un altro<sup>378</sup>. Del resto, se risultasse prevalere l'orientamento che nega la legittimità della previsione statutaria che permette il trasferimento congiunto, è verosimile che il socio originariamente titolare del diritto particolare, al fine di continuare a beneficiarne, opti semplicemente per non trasferire la partecipazione.

Diversi autori che ammettono la legittimità di una clausola statutaria che facoltizzi il trasferimento congiunto di quota di partecipazione e diritto particolare, si interrogano poi, come già accennato, sulla sussistenza del diritto di recesso.

Per alcuni, la considerazione del trasferimento dei diritti particolari come una vicenda modificativa degli stessi imporrebbe l'applicazione del diritto di recesso<sup>379</sup>. Ma proprio tale accostamento rivela l'incoerenza dell'impostazione: se il «trasferimento» è una *species* del *genus* «modificazione del diritto particolare», allora, al massimo, si potrebbe prevedere statutariamente che il diritto particolare circoli con il consenso della maggioranza della compagine e non automaticamente. Se dunque si intende accomunare modifiche soggettive e oggettive, bisogna prendere atto che siccome quest'ultime non possono aver luogo a prescindere da una specifica decisione, anche le prime dovrebbero essere sottoposte al medesimo regime.

Per altri interpreti, invece, il diritto di recesso non dovrebbe sussistere in considerazione del fatto che esso non avrebbe quale presupposto una decisione maggioritaria dei soci, ma soltanto la volontà di uno di essi, il che «non pare in alcun modo possa farsi rientrare nella logica strutturale dell'art.

---

<sup>376</sup> Dispone, infatti, l'ultimo comma dell'art. 2352 c.c. che «[s]alvo che dal titolo o dal provvedimento del giudice risulti diversamente, I diritti amministrativi diversi da quelli previsti nel presente articolo [i.e. diritto di voto] spettano, nel caso di pegno e usufrutto, sia al socio sia al creditore pignoratizio o all'usufruttuario; nel caso di sequestro sono esercitati dal custode». Sul punto, N. SALANITRO, *I vincoli sulle quote di società a responsabilità limitata*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, 12.

<sup>377</sup> L'interesse del socio titolare del diritto particolare a trasferire tale diritto insieme alla partecipazione è invece di tutta evidenza giacché ne consente la monetizzazione; M. NOTARI, *Diritti "particolari" dei soci...*, cit.,

<sup>378</sup> Non pare significativa l'osservazione eccepita a sostegno dell'orientamento opposto a quello riferito nel testo da P. REVIGLIONE, *Il recesso...*, cit., 183, nt. 124, secondo il quale sono immaginabili circostanze idonee a giustificare la rilevanza del soggetto che risulta titolare del diritto particolare patrimoniale. Significativo è, infatti, che l'esemplificazione fornita a sostegno dell'orientamento – cioè un patto di opzione con il socio titolare del diritto particolare in veste di oblatore e la società in veste di concedente – sia, a dir poco, *sui generis*.

<sup>379</sup> P. REVIGLIONE, *Il recesso...*, cit., 184 ss.; G. ZANARONE, *sub art. 2468*, cit., 538.

2373 c.c. e, peraltro, conduce ad esiti molto pericolosi per la sopravvivenza stessa della società, potendosi determinare una sostanziale «fuga generale» da questa»<sup>380</sup>. L'osservazione è contenutisticamente corretta ma conviene comunque ricordare che esistono specifiche ipotesi nelle quali il diritto di recesso è svincolato da deliberazioni assembleari bensì connesso all'accadimento di determinati fatti giuridici (come nei casi di società eterodirette) o rimesso esclusivamente alla volontà del recedente (come nel caso di società contratte a tempo indeterminato).

Giova, infine, sottolineare che propendere per la legittimità di una clausola che autorizzi la circolazione unitaria di quota di partecipazione e diritto particolare significa, in buona sostanza, fornire patente giuridica alle «quote speciali», cioè a partecipazioni che, inglobando il diritto particolare, segnano un netto distacco dalla persona del socio titolare, in contrasto con quella che parrebbe la *ratio* stessa dell'istituto. Da qui, poi, il passaggio logico per ammettere «categorie di quote»<sup>381</sup> o, se si preferisce, «categorie di soci»<sup>382</sup>, sarebbe immediato giacché, come ampiamente approfondito nella sezione precedente del presente capitolo, «dalla diversità di diritti [...] nasce la nozione di categoria»<sup>383</sup>. Tuttavia, che questi approdi interpretativi siano osteggiati dal legislatore emerge con chiarezza dalla *Relazione* illustrativa al d.lgs. 17 gennaio 2003 n. 6<sup>384</sup>.

Cionondimeno, come sapientemente affermato «le opzioni del legislatore non esauriscono certo quelle del giurista»<sup>385</sup> e così potrebbero svalutarsi le chiare indicazioni contenute nella *Relazione*<sup>386</sup>.

Pare quindi che, nel silenzio del dato normativo, la questione dell'ammissibilità di categorie di quote dipenda in larga misura, se non pro-

---

<sup>380</sup> A. BLANDINI, *Categorie di quote...*, cit., 196 s.

<sup>381</sup> Possibilità oggi espressamente riconosciuta alle s.r.l. *start-up* innovative, si v. *supra* nt. 9. Similmente a quanto riferito alla precedente nt. 313, non mi sembra che la disciplina speciale dedicata alla *start-up* innovativa possa essere interpretata in senso ostativo all'ammissibilità di categorie di quote anche nella *normale* s.r.l.

<sup>382</sup> La locuzione «categorie di soci» è però ingannevole perché ingenera nell'interprete la sensazione che, in tale fattispecie, a differenza di quanto accade in quella delle «categorie di quote», sussista un qualche collegamento alla persona del socio, titolare del diritto particolare; collegamento che, in realtà, difetta totalmente.

<sup>383</sup> A. MIGNOLI, *Le assemblee...*, cit., 64.

<sup>384</sup> Ove, al § 10, si legge che «per quanto concerne la disciplina della partecipazione sociale, adottata con il secondo comma dell'art. 2468 la soluzione indicata nella legge di delega che consente una sua attribuzione al socio non necessariamente proporzionale al conferimento, si è ritenuto coerente con la caratteristiche personali del tipo societario della società a responsabilità limitata da un lato non prevedere la possibilità di categorie di quote, che implicherebbe una loro oggettivizzazione e quindi una perdita del collegamento con la persona del socio richiesta dal primo comma, lettera a), art. 3 della legge di delega, dall'altro consentire con il quarto [*rectius*, terzo] comma dell'art. 2468 che l'atto costitutivo preveda l'attribuzione a singoli soci, quindi in considerazione della loro posizione personale, particolari diritti concernenti sia i poteri nella società sia la partecipazione agli utili».

<sup>385</sup> Come affermato da G. OPPO, *Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. Cian, Padova, 2004, 28.

<sup>386</sup> Si v. M. NOTARI, *Diritti "particolari" dei soci...*, cit., 325 s.



prio esclusivamente, dall'approccio ideologico verso la nuova società a responsabilità limitata: coloro che guardano alla s.r.l. esasperandone la connotazione personalistica saranno propensi a ritenerle inammissibili, coloro che, come chi scrive, ne valorizzano la neutralità tipologica saranno inclini a posizioni di apertura verso tali configurazioni propriamente capitalistiche.



## CAPITOLO II

### IL DIVIETO DEL PATTO LEONINO

**SOMMARIO:** 1. Il divieto del patto leonino nelle società di persone. – 2. (*segue*) ... e nelle società di capitali. – 3. Il contenuto del divieto. – 3.1. Il profilo *probabilistico*. – 3.2. Il profilo *quantitativo*. – 3.3. Il profilo della *assolutezza*. – 3.4. Il profilo della *costanza* – 4. Patto leonino e diritti patrimoniali diversi dal diritto all'utile. – 5. Le conseguenze della violazione.

#### 1. Il divieto del patto leonino nelle società di persone.

«È nullo il patto con il quale uno o più soci sono esclusi da ogni partecipazione agli utili o alle perdite» dispone l'art. 2265<sup>1</sup> c.c. in materia di società semplice, schema più elementare dell'organizzazione in forma societaria che trova diretta applicazione anche per le società in nome collettivo ed in accomandita semplice (*cf.* artt. 2293 e 2315 c.c.).

Questo divieto è il limite principale posto dall'ordinamento alla libertà dei soci nel determinare la parte di ciascuno nei risultati positivi e negativi e quindi rappresenta, come accennato nell'introduzione del presente lavoro, uno – forse quello di più immediata evidenza, ma non certamente l'unico – dei vincoli alla deviazione del *contenuto* dei diritti sociali patrimoniali in senso non proporzionale all'entità della partecipazione sociale.

Pur essendo dettato in materia di società personali, è opinione largamente condivisa, come si avrà modo di indicare, che il divieto del patto leonino esprima un principio generale, applicabile a tutti i tipi sociali e così anche alle società di capitali. Prima di indagare tale trasposizione, è d'obbligo soffermarsi, almeno brevemente, sull'applicazione del divieto nell'ambito che nel diritto positivo gli è proprio.

Sotto la vigenza del codice del 1865, risultava enfatizzata la diversità di fondamento del divieto di esclusione dagli utili e dalle perdite; si negava, in altre parole, la matrice unitaria delle disposizioni contenute nell'allora vigente art. 1719<sup>2</sup>. Il divieto di esclusione del socio dagli utili era considerata una norma sostanzialmente superflua mediante la quale il legislatore intendeva unicamente rimarcare la necessaria ripartizione dei guadagni tra i soci

---

<sup>1</sup> Sostanzialmente riproducendo la disposizione dell'art. 1719 del codice civile del 1865, secondo la quale «è nulla la convenzione che attribuisce ad uno dei soci la totalità dei guadagni. Parimente è nulla la convenzione, per cui i capitali o effetti posti in società da uno o da più soci si dichiarassero esenti da qualunque contributo nelle perdite».

<sup>2</sup> Un'appassionante e approfondita ricostruzione storica dell'istituto è fornita da N. ABRIANI, *Il divieto...*, *cit.*, *passim*.

affinché tra i medesimi potesse dirsi sussistente un contratto di società: il fondamento della nullità del patto di esclusione dagli utili sarebbe stato quindi da ricercare nella mancanza di uno degli elementi essenziali del contratto di società. L'esclusione di un socio dalla possibilità di vedersi imputati i risultati positivi conseguiti dalla società risulterebbe, infatti, incompatibile con la causa del contratto di società che consiste per l'appunto nell'esercizio in comune di un'attività economica «*allo scopo di dividerne gli utili*» o, per utilizzare le parole del codice previgente, «*al fine di dividere il guadagno che ne potrà derivare*»<sup>3</sup>.

Viceversa, il divieto dall'esclusione dalle perdite – non costituendo la sopportazione del risultato negativo un elemento indefettibile del tipo contrattuale «società», secondo l'allora maggioritaria corrente di pensiero – avrebbe avuto un *carattere eminentemente etico*, di natura *antiusuraria*<sup>4</sup>; la disposizione sarebbe stata volta ad *osteggiare la possibilità di sfruttamento o sopraffazione del contraente più debole* di fronte alla preponderanza del socio «*leone*»<sup>5</sup>. Altrimenti detto, il patto di esonero del socio dalle perdite non avrebbe potuto configurarsi che come accordo prevaricatorio e, come tale, paternalisticamente avversato dal legislatore.

Le tradizionali ragioni di ordine antiusurario addotte a fondamento del divieto di esclusione del socio dalle perdite vengono progressivamente superate da considerazioni di natura prettamente politico-economica e definitivamente abbandonate con l'adozione del codice civile del 1942, e ciò anche a ragione della nuova formulazione del divieto che contempla unitariamente la proibizione dell'estromissione del socio dagli utili e dalle perdite, superando l'articolazione in due commi che caratterizzava l'art. 1719 del codice del 1865<sup>6</sup> e così ingenerando negli interpreti la sensazione che la *ratio* della disposizione non sia ambivalente, come ritenuto in passato, bensì unica<sup>7</sup>.

Più precisamente, il nuovo indirizzo interpretativo origina dall'intuizione che tutti i soci, poiché potenzialmente partecipi alla gestione

---

<sup>3</sup> Si v. la formulazione dell'art. 1697 del codice del 1865.

<sup>4</sup> A. SRAFFA, *Patto leonino e nullità del contratto sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 1915, I, 956 ss.; ID., Nota a Appello Genova, 11 agosto 1914, *ivi*, II, 291 ss.

<sup>5</sup> In quest'ordine di idee, per tutti P. GRECO, *Garanzie di utili e retribuzione di apporti nel contratto di società*, in *Riv. dir. comm.*, 1932, II, 138 ss.; T. ASCARELLI, *Appunti di diritto commerciale*, Catania-Roma, 1931, 29, A. GRAZIANI, *Patto leonino e contratto di garanzia*, in *Giur. comp. dir. comm.*, VI, 1941 e poi in *Studi di diritto civile e commerciale*, Napoli, 1952, 489 ss.; N. GASPERONI, *Convenzione di esonero dalle perdite e titoli azionari*, in *Dir. e prat. comm.*, 1940, II, 170; L. LORDI, *Patto leonino: garanzia di soci che esonerano un altro socio dalle perdite*, in *Riv. dir. comm.*, 1942, 305.

<sup>6</sup> Come sottolinea, N. ABRIANI, *Il divieto...*, *cit.*, 39.

<sup>7</sup> A. DE GREGORIO, *Società e associazioni commerciali*, in *Codice di commercio commentato*, a cura di L. Bolaffio, A. Rocco e C. Vivante, vol. IV, Torino, 1938, 19; E. SIMONETTO, *Responsabilità e garanzia nel diritto societario italiano*, Padova, 1959, 134 ss., 162 ss.; N. PIAZZA, voce «*Patto leonino*», in *Enc. del dir.*, vol. XXXII, Milano, 1982, 528; G. MINERVINI, *Partecipazioni a scopo di finanziamento e patto leonino*, in *Contr. e impr.*, 1988, 808; N. ABRIANI, *Il divieto...*, *cit.*, 199; G. MARASÀ, *Le società. Società in generale*, in *Tratt. dir. priv.*, a cura di G. Iudica e P. Zatti, Milano, 2000, 229.

sociale, dalla quale dipende la produzione di utili e perdite, debbono necessariamente soggiacere alla conseguenze di tale gestione<sup>8</sup>.

Nei paesi continentali la cui legislazione civile al *code Napoléon* si ispira<sup>9</sup>, il fondamento del precetto si emancipa quindi da giustificazioni di carattere morale e viene collegato all'esigenza di rendere partecipe il socio dei risultati dell'attività al fine di incentivarlo alla miglior conduzione degli affari sociali o almeno ad una puntuale e costante vigilanza su di essi<sup>10</sup>. La *ratio* di entrambe le declinazioni del divieto è in questo rinnovato contesto individuata nella *correlazione tra potere gestorio e rischio imprenditoriale*<sup>11</sup>: se il socio ha il potere di influire sulla direzione dell'attività<sup>12</sup>, allora non può essere esentato dall'imputazione dei risultati dell'attività medesima.

In particolare, si osserva che, se un socio partecipasse esclusivamente al risultato positivo ovvero a quello negativo, si creerebbe tra questi e gli altri membri della compagine – che normalmente rimarrebbero soggetti all'alea inerente alla gestione della società, e cioè a qualunque risultato che dalla gestione stessa promana – un insidioso e latente *conflitto di interessi*. Il socio escluso dalla sopportazione delle perdite, infatti, sarebbe pericolosamente indotto ad una gestione fortemente propensa al rischio, vale a dire a prediligere affari azzardati ma con significative possibilità di guadagno, il cui eventuale esito negativo comunque non sopporterebbe. E, al contrario, il socio escluso dalla partecipazione all'utile sarebbe spinto ad una gestione eccessivamente prudente, finalizzata a limitare l'insorgenza di eventuali passività ma al contempo potenzialmente idonea a pregiudicare ogni opportunità di utili, dei quali comunque non beneficerebbe<sup>13</sup>.

---

<sup>8</sup> A. DE GREGORIO, *Società e associazioni...*, cit., 19.

<sup>9</sup> Come evidenzia, N. ABRIANI, *Il divieto...*, cit., 30.

<sup>10</sup> N. PIAZZA, voce «Patto leonino», cit., 531 s.; G. MINERVINI, *Partecipazioni a scopo...*, cit., 779; G. FERRI, *Le società*, cit., 200 s.; N. ABRIANI, *Il divieto...*, cit., 30; G. MARASÀ, *Le società*, cit., 229.

<sup>11</sup> Non ci si riferisce, naturalmente, al principio *keine Herrschaft ohne Haftung* invocato in passato per giustificare i differenti regimi di responsabilità per le obbligazioni sociali tra società personali e società di capitali; si diceva: là dove il socio dispone di un significativo potere sull'impresa (*Herrschaft*), come nelle società personali, egli deve rispondere illimitatamente delle obbligazioni sociali (*Haftung*), mentre, nelle società di capitali, disponendo il socio di limitati poteri di direzione è comprensibile che gli sia riconosciuto il beneficio della responsabilità limitata. Per il superamento di tale anacronistica declinazione della correlazione rischio/potere basata soprattutto sulla constatazione che anche un azionista di maggioranza usufruisce della responsabilità limitata nonostante vanti un dominio pressoché assoluto sull'assemblea si v. F. DENOZZA, *Responsabilità dei soci e rischio di impresa nelle società personali*, Milano, 1973, *passim*; cui *adde* E. BARCELLONA, *Rischio e potere nel diritto societario riformato fra golden quota di s.r.l. e strumenti finanziari di s.p.a.*, Torino, 2012, 8 ss. il quale condivisibilmente precisa che, una volta ammesse le società unipersonali, il suddetto principio non può che ritenersi obsoleto.

<sup>12</sup> Prerogativa che si manifesta *direttamente* nelle società personali, stante la tendenziale coincidenza tra la posizione di socio e quella di amministratore, e *indirettamente* nelle società di capitali per mezzo del potere di *voce* in assemblea, ove transita la nomina dell'organo amministrativo.

<sup>13</sup> E. SIMONETTO, *Responsabilità e garanzia...*, cit., 139 ss. P. GRECO, *Le società nel sistema legislativo italiano*, Torino, 1959, 103, G. MINERVINI, *Partecipazioni a scopo...*, cit., 808; cui *adde* N. ABRIANI, *Il divieto...*, cit., 40 s. Strascichi di tale impostazione,

L'art. 2265 c.c. assurgerebbe in tal modo a «norma-chiave nell'architettura tipologica del contratto sociale, configurandosi come una disposizione di ordine pubblico economico *diretta a tutelare il buon funzionamento delle società come enti economici collettivi e a garantire una regolare ed equilibrata formazione della loro volontà*»<sup>14</sup>.

La circostanza che il divieto del patto leonino trascenda dall'esigenza di tutelare il socio debole troverebbe poi conferma nel tipo di sanzione comminata dall'ordinamento per la sua violazione, e cioè *la nullità assoluta* che, come noto, è posta a tutela di esigenze di carattere generale – *in thesi, la corretta amministrazione della società* – e non ad interessi individuali, come tali disponibili dal relativo titolare<sup>15</sup>. La norma rappresenterebbe un presidio a tutela di un uso meditato dei diritti sociali; soltanto la partecipazione ad utili e perdite sarebbe idonea ad evitare la deresponsabilizzazione di chi può astrattamente indirizzare la gestione sociale: «vietando la partecipazione alle società di chi non ha l'interesse tipico di socio, la legge protegge infatti non solo gli altri soci, ma anche e soprattutto i terzi creditori e l'intero sistema economico che nell'istituto societario ha uno dei suoi assi portanti»<sup>16</sup>.

---

in realtà, si rinvencono anche nella giurisprudenza di merito più recente: T. Milano, 30 dicembre 2011, in *Soc.*, 2012, 1158 ss., con nota di A.M. PERRINO, *Patti parasociali di finanziamento partecipativo e divieto di patto leonino*; Trib. Milano, 21 luglio 2014, in *Pluris*.

<sup>14</sup> N. ABRIANI, *Il divieto...*, cit., 44 s. che richiama E. SIMONETTO, *Responsabilità e garanzia...*, cit., 140; nello stesso senso G. OPPO, *Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Riv. dir. civ.*, 1987, 587, secondo il quale «se il socio è privato dell'utile o esonerato dalla perdite, di riflesso l'interesse della società è minacciato dalla partecipazione di chi non ha più l'interesse tipico di socio».

<sup>15</sup> N. ABRIANI, *Il divieto...*, cit., 42.

<sup>16</sup> N. ABRIANI, *Il divieto...*, cit., 45. A tale ricostruzione ha altresì aderito la giurisprudenza di legittimità, in particolare Cass. 29 ottobre 1994, n. 8927, in *Soc.*, 1995, 178 ss.; in *Not.* 1995, 244 ss., con nota di U. LA PORTA, *Patti parasociali e patto leonino*, ed in *Giur. comm.*, 1995, II, 478 ss., con nota di A. CIAFFI, *Finanziarie regionali e patto leonino* nonché Cass., 21 gennaio 2000, n. 642 in *Soc.*, 2000, 697, secondo la quale «rapportando il divieto in questione alla nozione di capitale sociale, la ragione per cui la legge ha imposto non solo la costituzione di un patrimonio sociale, ma anche la formazione ad opera di tutti i soci, è da ricercare nella volontà di rendere tutti i membri del gruppo partecipi del rischio d'impresa conseguente all'attività svolta al fine di garantire, nell'interesse generale, un esercizio avveduto e corretto dei relativi poteri. La possibilità di perdere, infatti, il valore economico rappresentato dal proprio conferimento, dovrebbe costituire un sufficiente stimolo a spingere il socio ad astenersi da operazioni eccessivamente aleatorie ed a prodigarsi per il favorevole esito dell'impresa. Coerentemente con questa impostazione, la legge, vietando l'esclusione dalle perdite ha voluto che il socio fosse partecipe del rischio sociale per ragioni di politica economica, in quanto colui che non partecipasse al rischio, ma solo all'utile, non porterebbero nella formazione della volontà sociale il medesimo interesse degli altri soci, ponendosi in conflitto di interessi rispetto agli stessi che possono sia perdere che guadagnare. In situazione omologa e contraria, l'esclusione dagli utili si ricollega alla necessità di impedire che un socio possa partecipare alla gestione in difetto di interesse alla stessa. Conseguentemente partecipazione agli utili e partecipazione alle perdite, in relazione al conferimento eseguito, costituiscono elementi essenziali ed inscindibili della partecipazione sociale, differenziando il socio dal semplice associato». A tale indirizzo si è saldamente ancorata la giurisprudenza di merito: Trib. Cagliari, 19 giugno 2000, in *Riv. giur. sarda*, 2001, 471; Trib. Cagliari 3, aprile 2008 in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2009, II, 746; Trib. Napoli, 10 dicembre 2009, in *Foro it.*, 2010, I, 1358; Trib. Milano, 13 settembre 2011, in *Soc.*, 2011,

Essendo la responsabilizzazione del potere di direzione un valore da perseguire in ogni tipo sociale, i divieti contenuti nell'art. 2265 c.c. sarebbero quindi funzionalmente riconducibili alla nozione stessa del contratto di società rispetto alla quale risulterebbero ugualmente essenziali il rischio positivo di utile e quello negativo di perdita.

Nella definizione legislativa del contratto di società fornita dall'art. 2247 c.c., il difetto di un'esplicita formulazione della necessaria partecipazione alle perdite di tutti i soci si giustificerebbe in quanto ricaduta dell'automatica incidenza del risultato negativo sui conferimenti<sup>17</sup> (oggi, più chiaramente si direbbe, sul *valore patrimoniale della partecipazione sociale*<sup>18</sup>). In quest'ottica, l'enunciazione che ogni socio sopporta l'eventuale insorgenza di perdite risulterebbe insita nel "*sistema del netto*"<sup>19</sup>: in altri termini, la partecipazione di tutti i soci ai risultati negativi consegue meccanicamente alla perdita di valore della quota per effetto del minor valore del patrimonio netto della società<sup>20</sup> sicché la sua esplicita formulazione risulterebbe senz'altro pleonastica.

Si è poi sostenuto<sup>21</sup> che il fondamento così individuato dell'art. 2265 c.c. – la correlazione tra rischio e potere di gestione – si ravvisa principalmente, se non esclusivamente, nelle società di persone, nelle quali, salvo no-

---

1344; T. Milano, 30 dicembre 2011, *cit.*; Trib. Milano, 9 febbraio 2012 in *Soc.*, 2012, 369; Trib. Milano, 6 febbraio 2012, in *Giur. It.*, 2012, 1600; Trib. Milano, 21 luglio 2014, *cit.*; Trib. Milano, 6 agosto 2015, in *Pluris*.

<sup>17</sup> P SPADA, *La tipicità...*, *cit.*, 467 nt. 389; P. ABBADESSA, *Le disposizioni generali...*, *cit.*, 34 s.; N. ABRIANI, *Il divieto...*, *cit.*, 43 s.; nello stesso senso, G. FERRI, *Le società*, *cit.*, 27, secondo il quale tale partecipazione «non ha bisogno di una espressa enunciazione in quanto essa automaticamente consegue alla perdita dei conferimenti».

<sup>18</sup> Si noti, su altro fronte, che tale motivazione è oggi addotta, nel contesto delle società capitalistiche e precisamente in tema di assegnazione di partecipazioni in misura non proporzionale al conferimento, per negare l'interferenza del divieto del patto leonino con la figura del «socio non conferente». Si osserva, infatti, che anche il socio che nulla di proprio «mette a disposizione della società» rischierebbe di perdere il valore patrimoniale delle azioni/quote ad esso (non proporzionalmente) assegnate, in questi termini G.A. RESCIO, *Distribuzione di azioni non proporzionale ai conferimenti...*, *cit.*, 112; M.S. SPOLIDORO, *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in *Dir. ban. mer. fin.*, 2003, I, 205 nonché, recentemente, M. LIBERTINI, A. MIRONE e P. SANFILIPPO, *sub art. 2346*, *cit.*, 209 ss. che, aderendo all'orientamento permissivo, forniscono un'esauritiva analisi della problematica. Tuttavia *cfr.* sul punto M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, *cit.*, 229 nt. 539 secondo il quale «l'eventuale riduzione del valore delle azioni [al socio non conferente] assegnate non costituirà indice di partecipazione alle perdite, ma solo un mancato guadagno sperato a fronte di nessun impiego di patrimonio», annotazione che non mi pare condivisibile. Altrimenti opinando, infatti, dovrebbe escludersi che il trasferimento di partecipazioni sociali possa avvenire a titolo gratuito, in quanto l'avente causa sarebbe parimenti da considerarsi esentato dalla sopportazione delle perdite.

<sup>19</sup> Sul quale, recentemente, si v. G. FERRI JR., *Il sistema e le regole del patrimonio netto*, in *RDS*, 2010, I, 26; F. DENOZZA, *Le funzioni distributive del capitale sociale*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 490.

<sup>20</sup> G. PRESTI – M. RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale. Società*, vol. II, Bologna, 2013, 34.

<sup>21</sup> G. SBISÀ, *Circolazione delle azioni e patto leonine*, in *Contr. e impr.*, 1988, 824 s.

te eccezioni<sup>22</sup>, emerge una fisiologica sovrapposizione fra qualità di socio, carica di amministratore e responsabilità illimitata<sup>23</sup> mentre tale legame tra proprietà e amministrazione risulterebbe meramente eventuale nelle società di capitali, ove il potere di gestione può essere rimesso a soggetti che non detengono alcuna partecipazione nella società dai medesimi amministrata<sup>24</sup>.

Anche a ragione di tale circostanza e pur non sviluppandola fino all'estrema conseguenza di postulare l'inapplicabilità del divieto del patto leonino alle società di capitali, diversi autori convengono nel ritenere che esso non possa essere *de plano* trasposto dall'ambito in cui è positivamente collocato al diverso contesto delle società di capitali<sup>25</sup>, e soprattutto a quello

---

<sup>22</sup> Si allude alla pacifica possibilità di affidare l'amministrazione della società semplice o della società in nome collettivo ad alcuni soltanto dei soci, o financo ad uno solo di essi; nonché alla figura del socio accomandante di s.a.s. per il quale vige il divieto di ingerenza nella gestione sociale. Peraltro, alcuni autori ammettono un'altra deroga al principio generale, dettato dall'art. 2257, primo comma, c.c., secondo il quale «l'amministrazione della società spetta a ciascun socio». Ci si riferisce alla controversa questione – che non ha nemmeno ragione di porsi per le s.a.s. (cfr. art. 2318, comma secondo, c.c.) – dell'ammissibilità di un «amministratore non socio», sulla quale la dottrina si divide tra chi propende per la teoria positiva come B. LIBONATI, *L'amministratore non socio di società in nome collettivo*, in *Riv. dir. comm.*, 1965, I, 427 e P. PISCITELLO, *Società di persone a struttura aperta e circolazione delle quote. Modelli legali e autonomia statutaria*, Torino, 1995, 168 e chi all'opposto ne nega la configurabilità sulla base del principio per cui la carica di amministratore debba essere rivestita dai soli soci a responsabilità illimitata, come V. BUONOCORE, *Fallimento e impresa*, Napoli, 1969, 89; F. GALGANO, *Degli amministratori di società personali*, Padova, 1963, 101 ss., ID., *Le società in genere. Le società di persone*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.*, già diretto da A. Cicu, F. Messineo, L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger, 3ª ed., Milano, 2007, 233 ss.; G. COTTINO - R. WEIGMANN, *Le società di persone*, in G. COTTINO - M. SARALE - R. WEIGMANN, *Società di persone e consorzi, Trattato di diritto commerciale* a cura di G. Cottino, III, Padova, 2004, , 151; G. PRESTI - M. RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale, cit.*, 36; O. CAGNASSO - C. SARACINO, *L'amministrazione e il controllo*, in *Le nuove società di persone*, opera diretta da G. Cottino e O. Cagnasso, Bologna, 2014, 162. Più precisamente secondo F. GALGANO il soggetto estraneo al quale è affidata la gestione della società non andrebbe qualificato come amministratore in senso tecnico bensì più propriamente quale *istitutore o mandatario*, in tal senso anche F. DI SABATO, *Manuale delle società, cit.*, 126, il quale precisa altresì che solo ad un socio può essere conferito il potere di rappresentanza.

<sup>23</sup> Il beneficio della responsabilità limitata può essere pattuito, nella società semplice, solo a favore dei soci che non amministrano (art. 2267, e purché al patto sia data idonea pubblicità); il socio accomandante di s.a.s. è escluso dall'amministrazione della società (art. 2318, secondo comma) e, se compie anche un solo atto di gestione, egli decade dal beneficio della responsabilità limitata, e risponde illimitatamente e solidamente per tutte le obbligazioni sociali. «È, in tal modo, normativamente realizzata, nelle società di persone, quella correlazione tra potere economico e rischio economico che l'economia classica teorizza come elemento equilibratore dell'intero sistema produttivo: il rischio di impresa, ossia il rischio di perdere la propria ricchezza, è destinato ad operare come contrappeso del potere economico e, di conseguenza, quale garanzia del suo buon esercizio». In questi termini si giustifica la decadenza del beneficio della responsabilità limitata dell'accomandante che partecipa all'amministrazione della società. Così F. GALGANO, *Trattato di diritto civile*, v. IV, 2ª ed., Padova, 2011, 40.

<sup>24</sup> Nelle s.r.l., sempre che l'atto costitutivo precisi, ai sensi dell'art. 2475, comma primo, c.c. che l'amministrazione della società può essere affidata a *non soci*.

<sup>25</sup> G. COTTINO, *Società per azioni, cit.*, 584; M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, Milano, 1981, 120 testo e nt. 170; G. SBISÀ, *Circolazione delle azioni...*, cit., 824 s.; C. ANGELICI, *Le azioni, cit.*, 107, R. SANTAGATA, *Patti di retrocessione di azioni a prezzo garantito e divieto del patto leonino*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, 64 ss., ID., *Dai patti di retroces-*



dell'azionaria ove l'angolo visuale dell'interprete deve necessariamente tralasciare dal socio all'azione<sup>26</sup>, poiché in essa sono autonomamente racchiuse le posizioni giuridiche che al relativo titolare fanno capo. Non è il socio, dunque, a non poter essere estromesso dalla partecipazione agli utili e alle perdite bensì l'azione, unico referente con il quale l'anonima si relaziona.

## 2. (segue) ... e nelle società di capitali.

La tesi dell'esclusiva coerenza del divieto del patto leonino con la fisionomia delle società personali è stata recisamente respinta da chi, con maggior grado di approfondimento, si è dedicato all'individuazione del fondamento dell'istituto.

Tra potere gestorio e rischio d'impresa – si è detto – esiste «soltanto un rapporto di tipo *unilaterale*, nel senso che colui che può, *de iure*, concorrere ad indirizzare la gestione sociale, non può non essere partecipe delle alee inerenti all'impresa»<sup>27</sup> e siccome «il socio capitalista, se non partecipa direttamente alla gestione sociale, ha tuttavia [...] il potere di influire sulle scelte decisionali, in primo luogo esercitando il proprio diritto di voto [...], egli non può essere escluso dal rischio di capitale»<sup>28</sup>; e ancora: «ciò che l'ordinamento non tollera è che a determinare la volontà sociale concorra, in modo potenzialmente decisivo, un soggetto sul quale non grava alcun rischio imprenditoriale»<sup>29</sup>.

Tale orientamento, nonostante abbia riscontrato una massiccia adesione<sup>30</sup>, desta perplessità.

---

*sione a prezzo garantito alle azioni "redimibili" (una rilettura del divieto del patto leonino nella s.p.a. riformata) in Riv. dir. comm., 2013, I, 537 ss. e ora in Società, banche, crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadesse, a cura di M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarrone Alibrandi, vol. I, Torino, 2014, 621, dal quale si cita.*

<sup>26</sup> Nelle s.p.a., la valutazione di conformità della clausola statutaria rispetto al divieto in analisi deve condursi non in relazione alla posizione individuale dei singoli soci, ma sulla base della considerazione oggettiva della partecipazione azionaria; conseguentemente una categoria azionaria che esenti le relative azioni da ogni incidenza del saldo attivo e/o passivo determinerà in ogni caso la violazione del divieto, anche se in concreto non vi sia alcun socio escluso dagli utili e/o dalle perdite, risultando ogni membro della compagine titolare anche di azioni ordinarie che, come tali godono della partecipazione all'utile e sopportano l'incidenza delle perdite. Così, M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio, cit.*, 120, testo e nt. 170; N. ABRIANI, *Il divieto...*, *cit.*, 79; R. SANTAGATA, *Patti di retrocessione di azioni...*, *cit.*, 64 ss. e recentemente in ID., *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni "redimibili"...*, *cit.*, 621.

<sup>27</sup> N. ABRIANI, *Il divieto...*, *cit.*, 127.

<sup>28</sup> N. ABRIANI, *Il divieto...*, *cit.*, 73. Si noti, per inciso, che Abriani afferma quanto riferito nel testo nel 1994 e quindi ben vent'anni dopo l'introduzione nell'ordinamento societario (ad opera dell'art. 14, D.L. 95/1974, convertito in L. 216/1974, il cui disposto è poi confluito, con modificazioni volte a riconoscere ampi margini all'autonomia statutaria, nell'art. 145 TUF) delle azioni di risparmio, come noto, *istituzionalmente prive del diritto di voto*.

<sup>29</sup> N. ABRIANI, *Il divieto...*, *cit.*, 74.

<sup>30</sup> Si v., in luogo di molti, G. MARASÀ, *Le società, cit.*, 188 e, nella dottrina più recente, R. SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni "redimibili"...*, *cit.*, 611 ove si enfatizza come «la *ratio* del divieto risiede nella garanzia di una cor-

Infatti, se la *ratio* del divieto del patto leonino fosse realmente la responsabilizzazione del socio che ha il potere di influire sulla gestione sociale – *direttamente*, in quanto amministratore, o *indirettamente*, in quanto titolare del diritto di voto – allora dovrebbe necessariamente concludersi che i soci privi di tale prerogativa potrebbero essere legittimamente estromessi dalla partecipazione agli utili e/o alle perdite. In altri termini, se tale premessa fosse esatta, dovrebbe coerentemente affermarsi che, nelle società di persone, il socio di s.s. a responsabilità limitata, il socio non amministratore di s.n.c. e il socio accomandante di s.a.s., in quanto *de iure* estromessi dalla gestione dell'ente, potrebbero essere esentati dal rischio positivo di utili e da quello negativo di perdite, senza che tale pattuizione ricada nel divieto del patto leonino e quindi sia fulminata dalla nullità. E alla medesima conclusione dovrebbe giungersi nelle società di capitali in relazione alle azioni senza voto<sup>31</sup> e, per coloro che ritengono ammissibile la figura non solo con riferimento all'impresa *start-up* innovativa, ai soci di s.r.l. privi di tale prerogativa amministrativa<sup>32</sup>.

Ma che tale conclusione collida con il diritto positivo risulta di tutta evidenza poiché proprio dall'art. 2265 c.c. si deduce che la partecipazione agli utili e alle perdite deve connotare la posizione di *tutti i soci indistintamente*, senza differenziazioni basate sul riconoscimento agli stessi della possibilità di indirizzare l'amministrazione dell'ente.

In altri termini, la correlazione rischio/potere o, se si preferisce, la finalità di responsabilizzare il titolare del potere di gestione, non trova nel divieto del patto leonino il suo referente normativo<sup>33</sup> sicché la *ratio* della norma deve essere individuata *aliunde*.

---

retta amministrazione della società»; G.L. NIGRO, *sub art. 2265*, in *Commentario del codice civile*, diretto da E. Gabrielli, *Delle società – Dell'azienda – Della concorrenza*, I, a cura di D.U. Santosuosso, Torino, 2015, 232.

<sup>31</sup> Uno spunto in tal senso si rinviene in C.F. GIANPAOLINO, *Le azioni speciali*, cit., 179.

<sup>32</sup> Per l'ammissibilità di «quote senza voto» si v. *supra* Cap I, nt. 2.

<sup>33</sup> Negli stessi termini, E. BARCELLONA, *Clausole di put & call a prezzo predefinito...*, cit., *passim*; ID. *Rischio e potere nel diritto societario riformato...*, cit., 122, ove l'affermazione secondo la quale «una norma che si occupa di «rischio» senza nulla disporre in termini di «potere», non potrà giammai risultare sistematicamente *eloquente* rispetto al tema [...] di identificare un eventuale nesso *imperativo* fra *ownership* («rischio») e *control* («potere»)». La *Grundnorm* per l'individuazione nel nostro ordinamento del nesso tra rischio e potere è invece individuata dall'Autore – in *Rischio e potere nel diritto societario riformato*, cit., 169 ss. – nell'art. 2351, comma secondo, che, vietando l'emissione di *non-voting shares* in misura eccedente a quelle *voting*, impone al titolare del *control* di detenere una quota adeguatamente significativa di *ownership*, almeno pari al 25% del capitale sociale. Altrimenti detto, affinché un soggetto possa contare sulla certezza del controllo occorre che egli corra un rischio pari ad almeno il 25% del capitale complessivo. L'Autore muta radicalmente opinione rispetto a quanto affermato in *Clausole di put & call a prezzo predefinito*, cit., 28, 49, ove si era sostenuta l'assoluta *irrilevanza* delle novità normative in materia di azioni prive del diritto di voto con riferimento alla presunta correlazione rischio/potere, principio talmente sbiadito, a ragione delle molteplici deroghe sancite dall'ordinamento, da far addirittura concludere l'Autore per la sua *inesistenza*; similmente hanno asserito l'assenza di collegamento tra potere gestorio e rischio d'impresa L. CALVOSA, *L'emissione*

Segnatamente, si deve a mio avviso ritenere che il divieto del patto leonino assolva l'esclusiva funzione di *completare la definizione della causa societatis* precisando che ogni socio, per il solo fatto di essere tale, deve necessariamente soggiacere al rischio d'impresa e così, non solo godere dell'eventuale risultato attivo, come già chiaramente emerge dall'art. 2247 c.c., ma anche patire il possibile risultato negativo<sup>34</sup>.

Ricondotto il fondamento della disposizione alla causa del contratto di società, non può che ravvisarsi nella medesima l'espressione di un principio generale, come tale applicabile ad ogni tipo sociale, personalistico o capitalistico che sia.

Si noti peraltro che emancipare la *ratio* del divieto da suggestioni relative alla correlazione rischio/potere, non collide<sup>35</sup> con l'orientamento che esclude l'idoneità del grado di partecipazione al rischio d'impresa a svolgere il ruolo di elemento differenziale tra le varie categorie di strumenti finanziari emessi dalla società azionaria (azioni, obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi *ex art. 2346, comma sesto, c.c.*)<sup>36</sup>. Infatti, la circostanza che determinati strumenti finanziari diversi dalle partecipazioni azionarie possano astrattamente patire un rischio superiore a quello che connota quest'ultime<sup>37</sup>

---

*di azioni riscattabili...*, cit., 202 ss.; P. CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario – tra proprietà temporanea e proprietà economica*, Milano, 2008, 254, nt. 163.

La "misura" della correlazione rischio potere sopra riferita ( $\alpha \geq 25\%$ , ove  $\alpha$  indica la quota di capitale idonea ad assicurare il dominio sull'assemblea) ha, tuttavia, subito una nuova drastica riduzione a seguito dell'introduzione delle azioni a voto plurimo che, se emesse in presenza di azioni prive del diritto di voto e di azioni con diritto di voto unitario, potrebbero consentire ad un azionista di detenere il controllo della società a fronte del possesso di un'aliquota minima del capitale sociale, precisamente pari al 12,5%. Sui rischi connessi alle cc.dd. *controlling minority structures* non si può che limitarsi a rinviare al fondamentale studio di L.A. BEBCHUCK – R.H. KRAAKMAN – G.G. TRIANTIS, *Stock pyramids, Cross-ownership, and Dual Class Equity: the Mechanism and Agency Costs of Separating Control from Cash-flow rights*, in *Concentrated Corporate Ownership* a cura di R.K. Morck, Chicago, 2000, 295, disponibile anche al sito internet [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

<sup>34</sup> Si v., nella manualistica, AA. VV., *Diritto delle società, Manuale breve*, 5ª ed., Milano, 2012, 48, là dove si afferma che «la nullità di questi patti, sancita dall'art. 2265 c.c., è da ricollegarsi alla loro stessa incompatibilità con la causa stessa del contratto di società»; non condivisibile appare invece l'affermazione secondo la quale il divieto risponderebbe anche «all'esigenza di evitare che l'esclusione di uno o più soci dalla partecipazione agli utili (o alle perdite) incida negativamente sulla corretta amministrazione della società». Come già emerso, infatti, se quest'ultima fosse la *ratio* della disposizione dovrebbe concludersi che la partecipazione agli utili e alle perdite debba connotare esclusivamente la posizione di chi può influire sull'amministrazione.

<sup>35</sup> Diversamente da quanto affermato da R. SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni "redimibili"...*, cit., 625 nt. 45, 629 ss.

<sup>36</sup> Si allude a M. NOTARI, *Partecipazione al rischio d'impresa, strumenti finanziari e categorie giuridiche*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti. Liber Disciplinorum*, Milano, 2011, 501 s.

<sup>37</sup> Si pensi ad una s.p.a. che emetta strumenti finanziari partecipativi a fronte di un apporto senza vincolo di restituzione, e come tale appostato al passivo ideale, prevedendo che, nell'eventualità in cui la relativa riserva sia erosa da perdite, detti strumenti non continueranno a godere delle prerogative patrimoniali ad essi riconosciute. È evidente che in tale fattispecie, i suddetti strumenti finanziari parteciperanno al rischio di impresa in misura ben superiore rispetto alle partecipazioni azionarie; ogni perdita subita dall'ente potrebbe infatti compromettere la sopravvivenza stessa degli strumenti medesimi. Si dimostra sensibile al

non significa *anche* che le azioni possano essere esentate dalla partecipazione al rischio d'impresa. Altrimenti detto, affermare che le prerogative delle azioni e degli altri strumenti finanziari emessi dalla s.p.a. possano essere caratterizzati – a ragione dell'ampia libertà concessa dal legislatore nell'organizzazione del finanziamento dell'impresa – da vistose aree di sovrapposizione, anche relative al profilo del rischio, non mi pare significhi postulare la possibilità che le partecipazioni azionarie siano esentate dal rischio positivo di utile e da quello negativo di perdita.

Viene più che altro da domandarsi perché l'ordinamento societario consenta di emettere strumenti finanziari partecipativi che, pur dovendo possedere determinate prerogative patrimoniali<sup>38</sup>, possono tecnicamente non partecipare ad utili e perdite<sup>39</sup> e contemporaneamente neghi tali possibilità per le partecipazioni sociali. La ragione di tale apparente incongruenza risiede a mio avviso nelle *differenze causali* che caratterizzano detti strumenti: le azioni sono caratterizzate dalla *causa tipica* del contratto di società, a differenza degli strumenti finanziari partecipativi che rappresentano una figura *a causa variabile*, talmente duttili da assorbire la medesima causa – anch'essa per l'appunto mutevole – dell'operazione economica sottostante alla relativa emissione<sup>40</sup>. Peraltro, tale differenza causale si riflette anche sul piano della *riconoscibilità dello strumento tra potenziali investitori*: s'intende dire che, essendo le partecipazioni azionarie il riflesso dell'adesione al contratto tipico di società, esse dovranno necessariamente possedere le caratteristiche indefettibili di tale figura negoziale, tra le quali spicca – anche grazie al divieto del patto leonino – il profilo del rischio imprenditoriale; al contrario, dipendendo il profilo causale degli strumenti finanziari partecipativi dalla singola operazione economica che ne ha determinato la creazione, le caratteristiche degli stessi potranno essere compiutamente individuate solamente dall'analisi del relativo regolamento di emissione.

Ciò detto, è tuttavia d'obbligo chiarire che anche per quanto concerne le partecipazioni azionarie – ferma l'intangibilità delle caratteristiche essenziali delle stesse – solo l'analisi del testo statutario consentirà di avere piena contezza di tutte le posizioni giuridiche attive o passive ad esse connesse (e

---

tema, proponendo delle tecniche di tutela alternative più blande della secca previsione della sopravvivenza dello strumento in caso di erosione della relativa riserva, A. GIAMPIERI, *Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 412 ss.

<sup>38</sup> Prerogative patrimoniali che non possono totalmente replicare il contenuto patrimoniale delle azioni, così M. NOTARI – A. GIANNELLI, *sub art. 2346, comma sesto*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 93; *contra* A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, Torino, 2012, 257.

<sup>39</sup> Si ponga mente a strumenti finanziari partecipativi emessi a fronte di un apporto con vincolo di restituzione, e come tale appostato al passivo reale, che riconoscono un determinato interesse fisso.

<sup>40</sup> M. NOTARI – A. GIANNELLI, *sub art. 2346, comma sesto*, 73 ss.

si pensi alla *concreta* modulazione dei diritti patrimoniali e/o amministrativi, alla regolamentazione del regime di circolazione e via discorrendo). La differenza sostanziale risiede però nella circostanza che ogni investitore, qualora intenda divenire titolare di azioni, potrà contare sulla partecipazione all'utile e si esporrà alla sopportazione delle perdite, mentre, qualora divenga titolare di altri strumenti finanziari, quand'anche «partecipativi», dovrà necessariamente indagarne la causa per verificare se il rischio connesso ai medesimi sia assimilabile a quello azionario, a quello obbligazionario ovvero rappresenti una commistione tra i due.

In tale ottica, può quindi dirsi che il divieto del patto leonino fissa un limite oltre il quale l'autonomia statutaria non può spingersi nel derogare al principio di proporzionalità tra entità della partecipazione e misura dei diritti patrimoniali ad essa connessi. Il diritto all'utile e l'incidenza delle perdite possono sì caratterizzare una partecipazione in misura più che proporzionale o meno che proporzionale, ma non possono essere elisi, in quanto elementi essenziali della partecipazione sociale; nel rispetto di tale limite potranno liberamente stabilirsi metodi di ripartizione del risultato attivo e del risultato negativo<sup>41</sup>.

Per vero, diversi autori hanno recentemente nutrito le medesime perplessità, dapprima espresse, circa la riconducibilità del fondamento del divieto leonino al principio di correlazione rischio/potere, muovendo tuttavia la propria ricostruzione sulla base di argomenti diversi da quello riferito e cioè, si ribadisce, dalla circostanza che l'imputazione dei risultati dell'impresa debba connotare la partecipazione di *tutti i soci indistintamente*, senza differenziazioni basate sul potere di direzione dell'impresa o sul potere di *voice* relativo all'individuazione dei soggetti a tale direzione preposti.

Precisamente, si è affermato che la disciplina del *pegno, usufrutto e sequestro* su azioni o quote (*cfr.* artt. 2352 e 2471-*bis* c.c.) testimonierebbe chiaramente la possibilità di scindere il potere di indirizzare le scelte imprenditoriali, vale a dire la titolarità del diritto di voto, dal rischio imprenditoriale connesso alla proprietà della partecipazione. Tale disciplina, in altri termini, starebbe a significare che è compatibile con il sistema normativo l'attribuzione del potere sull'impresa ad un soggetto che ha un interesse – e quindi una propensione al rischio – strutturalmente diversi rispetto a quello del socio<sup>42</sup>.

Anche dalla disciplina del contratto di *riporto* (*cfr.* artt. 1548 ss. c.c.) si sono dedotti indici contrari alla suddetta correlazione rischio/potere: infatti da un lato, le parti potrebbero stabilire che il diritto di voto spetti al riportante/non proprietario, dall'altro, quand'anche convenissero l'attribuzione del voto al riportatore, questi potrebbe essere esentato da ogni rischio di de-

---

<sup>41</sup> Per un ampio ventaglio di metodi di ripartizione non proporzionale del risultato, si v. P. SFAMENI, *sub art. 2350*, cit., 269 ss.

<sup>42</sup> E. BARCELLONA, *Clausole di put & call a prezzo predefinito...*, cit., 33 ss.

prezzamento delle azioni, per via del diritto, nei confronti del riportato, al rimborso del prezzo originariamente corrisposto al riportante<sup>43</sup>.

Infine, la smentita dell'inscindibilità tra rischio e potere emergerebbe anche dalla disciplina delle *azioni di godimento* (cfr. art. 2353 c.c.) dalla quale per l'appunto si coglie la possibilità che soggetti che non rischiano più la perdita dei conferimenti, in quanto agli stessi già rimborsati, continuino ad esercitare pieno potere per mezzo dell'esercizio del diritto di voto<sup>44</sup>.

Da tali premesse – peraltro assolutamente condivisibili – non si è però cercato di rimeditare la *ratio* del divieto del patto leonino bensì si è radicalmente concluso per la sua sostanziale superfluità<sup>45</sup>.

In particolare, quanto alla partecipazione al risultato attivo, si è osservato che nelle società di capitali, prima ancora di confliggere con il divieto del patto leonino, un'ipotetica clausola che escludesse determinate partecipazioni dalla suddivisione degli utili «contrasterebbe, a monte, con la stessa *causa societaria*»<sup>46</sup> e, ancor prima, «con il *generale* diritto dei contratti – per via dell'assenza di una giusta «*causa*» dell'attribuzione patrimoniale»<sup>47</sup> (cioè del conferimento del socio che è estromesso dall'utile). Quanto al risultato negativo, si è invece sottolineato che nelle società di capitali la nullità di un'ipotetica clausola statutaria che disponesse la totale esenzione dalle perdite di un socio conseguirebbe, prima che dal contrasto con il divieto del patto leonino, «dalla violazione del *principio di indisponibilità delle prerogative altrui*, e segnatamente, dalle prerogative dei terzi creditori come espressamente disciplinate in materia societaria»<sup>48</sup>.

In altri termini, secondo tale orientamento l'esclusione della partecipazione sociale dagli utili o dalle perdite, prima che collidere con il divieto in analisi, contrasterebbe rispettivamente con l'art. 2247 c.c. – che individua nella divisione dell'utile lo scopo del contratto di società – e con l'art. 2491, secondo comma, c.c. – che subordina la ripartizione tra i soci del risultato della liquidazione all'integrale soddisfacimento dei creditori sociali – conducendo inesorabilmente l'interprete ad una *interpretatio abrogans* del divieto.

Si è così drasticamente affermato che «la norma che istituisce il divieto del patto leonino finisc[e] per risultare una disposizione (magari retoricamente utile, ma) normativamente superflua e pletorica»<sup>49</sup>.

Invero, tale orientamento non pare fondato su argomenti decisivi.

---

<sup>43</sup> E. BARCELLONA, *Clausole di put & call a prezzo predefinito...*, cit., 43 ss.

<sup>44</sup> E. BARCELLONA, *Clausole di put & call a prezzo predefinito...*, cit., 46 ss.

<sup>45</sup> E. BARCELLONA, *Clausole di put & call a prezzo predefinito...*, cit., 59; ID. *Rischio e potere nel diritto societario riformato...*, cit., 122, cui presta una convinta adesione P. CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario...*, cit., 245 ss. Parla di «tramonto del divieto del patto leonino» anche L. CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili...*, cit., 202.

<sup>46</sup> E. BARCELLONA, *Clausole di put & call a prezzo predefinito...*, cit., 59.

<sup>47</sup> E. BARCELLONA, *Clausole di put & call a prezzo predefinito...*, cit., 61.

<sup>48</sup> E. BARCELLONA, *Clausole di put & call a prezzo predefinito...*, cit., 62.

<sup>49</sup> E. BARCELLONA, *Rischio e potere nel diritto societario riformato...*, cit., 122.

Infatti, non può ignorarsi, come è stato recentemente messo in luce, che le norme citate riguardano il solo profilo soggettivo del socio e della sua postergazione rispetto ai creditori sociali, ma non consentirebbero di sanzionare il caso in cui l'esonero da utili e perdite costituisca l'effetto indiretto della compresenza di partecipazioni sociali con prerogative patrimoniali differenti<sup>50</sup>.

Si intende dire che non potrebbero efficacemente invocarsi gli artt. 2247 c.c. – che regola i rapporti *tra soci e società* – e 2491 c.c. – che regola i rapporti *tra soci e creditori sociali* – per reprimere eventuali clausole statutarie che, delineando categorie azionarie o diritti particolari dal contenuto patrimoniale atipico, determinino di riflesso l'esclusione di altre azioni (o di altri soci) dall'imputazione di ogni risultato attivo o passivo.

In altri termini, il divieto regola, a differenza delle norme addotte a sostegno del suo “tramonto”, *profili distributivi tra soci*.

Inoltre, l'introduzione nell'ordinamento della figura degli strumenti finanziari partecipativi, necessariamente dotati di diritti patrimoniali, anche se non ineluttabilmente coincidenti con una vera e propria partecipazione ad utili e perdite, «rende inevitabile appurare se siffatte prerogative degli investitori-non soci comportino la sostanziale evanescenza dei diritti di partecipazione agli utili dei soci»<sup>51</sup>. Da tale annotazione, peraltro, non può dedursi la sicura applicazione – che tenderei ad escludere, proprio a ragione della loro predetta variabilità casuale – del divieto del patto leonino agli strumenti finanziari partecipativi, bensì semplicemente che l'attribuzione a quest'ultimi di prerogative patrimoniali preponderanti potrebbe concretamente determinare la configurazione di partecipazioni sociali estromesse dai risultati, interamente assorbiti da tali strumenti ibridi.

Tale inesplorata problematica, per giunta, mi pare acuita da almeno due circostanze.

La prima è che, nel contesto della grave crisi finanziaria degli ultimi anni, gli strumenti finanziari partecipativi hanno trovato ampia diffusione nelle operazioni di ristrutturazione del debito facilitando la conversione di parte dei crediti, specialmente bancari, in partecipazione al capitale (non nominale) di rischio<sup>52</sup>, rilevandosi uno strumento sufficientemente flessibile per agevolare operazioni di salvataggio e nel contempo riconoscere al ceto (precedentemente) creditorio la possibilità di godere prioritariamente della distribuzione dell'utile e così (di tentare) di recuperare parte o tutto il proprio credito originario, successivamente convertito in apporto senza vincolo di restituzione<sup>53</sup>. E proprio in tali operazione di ristrutturazione del debito risulta usuale il riconoscimento agli strumenti finanziari partecipativi di forti

---

<sup>50</sup> R. SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni “redimibili”...*, cit., 624.

<sup>51</sup> R. SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni “redimibili”...*, cit., 624.

<sup>52</sup> Vale a dire in voci di patrimonio netto, diverse dal capitale sociale.

<sup>53</sup> In termini non dissimili, A. GIAMPIERI, *Gli strumenti finanziari...*, 419.

prerogative patrimoniali, finalizzate a massimizzare la possibilità di recupero del credito originario, nel più rapido arco temporale possibile<sup>54</sup>.

La seconda è che nei regolamenti di emissione di strumenti finanziari partecipativi non risulta inusuale la previsione della conversione (automatica o facoltativa) dei medesimi in azioni, aventi identico contenuto patrimoniale, al raggiungimento di determinate *performance* dell'impresa. Profilandosi così il rischio che le originarie prerogative patrimoniali dello strumento ibrido connotino *poi* lo strumento azionario, ponendo la questione della violazione del patto leonino non in termini "riflessi" bensì diretti.

Inoltre, l'affermazione che il divieto di esclusione dalle perdite risulterebbe già insito nel principio che governa la fase liquidatoria, vale a dire la necessaria postergazione delle ragioni dei *residual claimants* rispetto a quelle dei *fixed claimants*, mi pare non colga nel segno per almeno un altro motivo. La regola che subordina il riparto dell'attivo di liquidazione all'integrale e tempestivo pagamento dei creditori non permetterebbe, infatti, di reprimere quelle clausole che, destinando tale attivo ad alcuni soci soltanto, abbiano per converso l'effetto di escluderne totalmente altri dal riparto<sup>55</sup>.

Tali annotazioni mi paiono sufficienti per rifiutare la riferita *interpretatio abrogans* e per continuare ad interrogarsi sul contenuto e la portata applicativa di una norma che, da un lato – è bene ricordarlo – *continua a trovare spazio nel diritto positivo* e, dall'altro, in quanto espressione di un principio generale volto a completare la definizione stessa del contratto di società, svolge in ogni tipo sociale il ruolo di limitare l'autonomia statutaria nella determinazione del contenuto patrimoniale delle partecipazioni in misura non proporzionale al capitale nominale.

### 3. Il contenuto del divieto.

L'art. 2265 si riferisce alle sole pattuizioni che prevedono l'esclusione del socio<sup>56</sup> da *ogni* partecipazione agli utili o alle perdite; nonostante

---

<sup>54</sup> Anche se la circostanza che l'apporto del titolare di strumenti finanziari partecipativi si sostanzia nella conversione di un credito dal medesimo originariamente vantato verso la società, potrebbe indurre a escludere, almeno in questo caso, un problema di compatibilità con il divieto del patto leonino, e ciò – forse – anche qualora le prerogative patrimoniali riconosciute a detti strumenti siano tali da *assorbire integralmente* il risultato attivo, fino a concorrenza del credito originario. Del resto, non può farsi a meno di notare che in tali operazioni l'alternativa alla conversione dei crediti in strumenti finanziari partecipativi è solitamente il dissesto della società; circostanza, quest'ultima, che non può essere trascurata nel valutare la compatibilità con il divieto *de quo* dell'esclusione assoluta dei soci dal risultato attivo, fino alla concorrenza del credito originario del soggetto poi divenuto titolare di strumenti finanziari partecipativi.

<sup>55</sup> Sui rapporti tra il divieto del patto leonino e il diritto alla quota di liquidazione, si v. *infra* par. 4.

<sup>56</sup> O dell'azione, a ragione del necessario adattamento funzionale della disposizione una volta traslata nel contesto dell'anonima, tipo sociale che conosce esclusivamente



l'inequivocabile formulazione letterale, si assiste generalmente ad un'interpretazione sostanziale ed estensiva della norma, comprensibilmente giustificata dall'esigenza di non vanificare il divieto normativo anche se foriera di delicate criticità applicative, come sarà appresso chiarito.

D'altronde sarebbe illusorio, o quantomeno assai improbabile, riscontrare nella tipologia della realtà pattuizioni sociali che esplicitamente escludano taluno dei soci, o talune delle categorie azionarie, da *ogni* partecipazione ai risultati positivi e negativi: se l'ambito di applicazione della norma fosse circoscritto a tali convenzioni, il divieto del patto leonino difficilmente troverebbe applicazione, rimanendo null'altro che lettera morta.

La dottrina è quindi unanime nel ritenere che ricadano nella proibizione anche i patti che, pur non sancendo esplicitamente l'esclusione dalla partecipazione da utili e perdite, la impediscano praticamente: come accadrebbe nel caso di una pattuizione che stabilisca a favore di alcuni soci, o di determinate categorie azionarie, una partecipazione agli utili o alle perdite puramente *irrisoria* o *simbolica*.

Anche con riferimento alle clausole che subordinano determinati benefici patrimoniali al verificarsi di condizioni oggettive, predeterminate e potenzialmente riferibili ad ogni azionista – sulle quali ci si è soffermati nel precedente capitolo, postulandone l'astratta validità – possono mutuarsì le medesime considerazioni: qualora il beneficio patrimoniale riconosciuto a soggetti che versano nelle condizioni contemplate dalla clausola rendano sostanzialmente evanescenti le prerogative economiche degli altri membri della compagine, dovrà egualmente concludersi per la nullità della pattuizione. In altri termini, la compatibilità con il divieto del patto leonino di questo *genus* di clausole dipende dalla misura del beneficio riconosciuto al soggetto che versa nelle condizioni contemplate dalla clausola medesima e, di riflesso, dalla compressione delle prerogative patrimoniali di chi non integra tali condizioni.

Al fine di verificare la compatibilità della singola clausola con il dettato normativo occorre quindi decodificare il significato, non meramente letterale, dell'espressione «*ogni partecipazione agli utili o alle perdite*».

Gli elementi che vengono in rilievo per valutare la compatibilità di una clausola statutaria con il divieto del patto leonino sono diversi e riterrei possano essere suddivisi in quattro categorie: il profilo *probabilistico*, il profilo *quantitativo*, il profilo della *assolutezza* e, infine, il profilo della *costanza*, profili questi ultimi due sui quali si è concentrato l'approfondimento giurisprudenziale e dottrinale.

---

partecipazioni spersonalizzate. Sul punto, si v. *supra* n. 27 nonché, ampiamente, cap. I, sez. II, par. 1.

### 3.1. Il profilo *probabilistico*.

Innanzitutto, occorre chiarire che verificare se la singola clausola collida con il divieto è una questione da risolversi nel contesto della singola fattispecie, cioè caso per caso, secondo una *valutazione obiettiva*, con l'avvertenza che dovrà considerarsi la situazione sussistente al momento della stipula del contratto sociale ovvero di introduzione *durante societate* della clausola statutaria, senza che rilevino eventuali successive contingenze che ne modifichino il concreto operare.

In altri termini, riterrei che non possa postularsi la configurabilità di una clausola leonina affetta da nullità *in fieri*<sup>57</sup> – cioè valida ed efficace al momento della sua genesi ma successivamente da ritenersi nulla a ragione di mutate circostanze accidentali – anche se indubbiamente, come è stato messo in luce, «la concreta applicazione della clausola statutaria nel corso degli esercizi sociali potrà fornire un riscontro materiale della concreta portata dell'accordo e dunque un elemento sintomatico della sua nullità *originaria*»<sup>58</sup>. Cionondimeno, riterrei che una clausola che *ab origine* determinava una mera *eventualità* di esclusione del socio o dell'azione, non possa poi considerarsi nulla, qualora detta estromissione venga successivamente a presentarsi in termini di *certezza*, a ragione di specifiche sopravvenienze. In altri termini, il giudizio positivo di compatibilità tra una determinata clausola statutaria avente ad oggetto la regolamentazione delle prerogative patrimoniali di determinate partecipazioni sociali e il divieto del patto leonino non potrà essere ribaltato *ex post*, cioè in un momento posteriore a quello della sua originaria previsione, a ragione dei risultati economici effettivamente prodotti dalla clausola medesima.

Riterrei quindi che debba ritenersi vietata una clausola che abbia l'effetto, sin dalla sua genesi, di escludere con *certezza* un socio o una partecipazione azionaria dalla partecipazione al risultato e, al contrario, riterrei vada esente da censure una clausola che determini un'esclusione meramente *eventuale*.

---

<sup>57</sup> In tema, è d'obbligo segnalare che, sia in dottrina che in giurisprudenza, è stata sostenuta la configurabilità, sia pure in ipotesi del tutto eccezionali e profondamente diverse dalla fattispecie che qui interessa, della *nullità successiva o sopravvenuta*. «Il giudizio di validità del contratto dev'essere formulato in relazione alla situazione di fatto e alle norme vigenti al momento del suo perfezionamento» – principio generale che porta ad escludere la configurabilità di un *patto leonino sopravvenuto* –, ciò nonostante «non può tuttavia escludersi che il contratto inizialmente valido divenga successivamente invalido in quanto oggetto di una valutazione di illiceità o per l'eccezionale efficacia retroattiva della legge o perché l'ulteriore attuazione del rapporto si pone in contrasto con la nuova norma». Così C.M. BIANCA, *Diritto civile*, 3, *Il contratto*, Milano, 2000, 611; *contra* A. DI MAJO, *La nullità*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da M. Bessone, XIII, *Il contratto in generale*, t. 7, a cura di A. Di Majo, G.B. Ferri e M. Franzoni, 2002, Torino, 101 ss. che, distinguendo tra il profilo genetico del contratto e il profilo dello svolgimento del rapporto che da esso origina, rifiuta «il rimedio *tranchante* della nullità sopravvenuta». Per un ampio panorama giurisprudenziale si v. F. DI MARZIO, *La nullità del contratto*, 2ª ed., Padova, 2008, 9 ss.

<sup>58</sup> Così N. ABRIANI, *Il divieto...*, *cit.*, 60.

A ragione di quanto precede, dovranno considerarsi vietate quelle clausole che subordinano il diritto all'utile del socio o di una determinata categoria azionaria al raggiungimento di determinati obiettivi talmente ragguardevoli da ritenersi in concreto certamente irraggiungibili o che subordinano la sopportazione delle perdite a risultati talmente disastrosi da ritenersi in concreto sicuramente irrealizzabili<sup>59</sup>.

### 3.2. Il profilo quantitativo.

*In secondo luogo*, viene in rilievo il profilo *quantitativo* dell'esclusione, in relazione al quale può affermarsi che l'estromissione illegittima sarebbe esclusivamente quella *totale* e non quindi quella *parziale*.

Preliminarmente, e con specifico riferimento al profilo dell'incidenza delle perdite, è tuttavia d'obbligo sottolineare che, per quanto essa possa essere variamente modulata tra i soci<sup>60</sup> o tra le varie categorie azionarie<sup>61</sup> non potrà comunque configurarsi per via di un'autonoma pattuizione a rilevanza sociale in modo tale che il risultato negativo gravi soltanto su determinati soci o su determinate azioni: dall'automatica incidenza delle perdite sul valore della partecipazione sociale – quale riflesso dell'erosione del netto operata dalle perdite stesse – consegue che nessuno socio o nessuna categoria azionaria ne possa essere del tutto esentato. Una volta erose le riserve e il capitale sociale rappresentato da azioni “ordinarie” o detenuto da soci non postergati nella partecipazione alle perdite, le azioni o i soci privilegiati patiranno *in ogni caso* gli effetti di tale risultato negativo<sup>62</sup>. L'effetto di esenzione assoluta dall'incidenza delle perdite, infatti, potrebbe essere statuta-

---

<sup>59</sup> P. GRECO, *Garanzie di utili...*, cit., 140; N. ABRIANI, *Il divieto...*, cit., 54. Il principio è accolto anche nell'ordinamento francese: Y. GUYON, *Droit des affaires, I, Droit commercial général ed sociétés*, Paris, 1992, 120 ss.

<sup>60</sup> Come noto, l'art. 2263 c.c., in tema di società personali, consente la possibilità di prevedere pattiziamente una diversa incidenza delle perdite della società su talune partecipazioni rispetto ad altre. Anche nella s.r.l. riformata la dottrina maggioritaria ritiene percorribile l'attribuzione ad un socio del diritto particolare che diversifichi, postergandola, l'incidenza delle perdite sulla sua partecipazione sociale, in questi termini: Massima n. 40 del 19 novembre 2004 della Commissione Società del Consiglio notarile di Milano, consultabile *on line* al sito internet [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it); R. SANTAGATA, *sub art. 2468. I diritti particolari*, cit., 297, ove riferimenti.

<sup>61</sup> L'intervento riformatore, modificando l'art. 2348 c.c., ha infatti chiarito che è possibile creare categorie azionarie fornite di diritti diversi, anche per quanto concerne l'incidenza delle perdite.

<sup>62</sup> Nel sistema ante riforma ove la figura delle azioni postergate nelle perdite non era espressamente ammessa dal legislatore, l'argomento riferito nel testo era addotto per sostenerne la legittimità, ed in particolare la compatibilità con il divieto del patto leonino: in dottrina, A. MIGNOLI, *Le assemblee...*, cit., 265 e poi G. CASELLI, *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. comm.*, 1980, I, 682; F. TEDESCHI, *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, *ivi*, 832 ss. (il quale, per ammettere la figura, riteneva però necessario che le azioni postergate fossero private del diritto di voto nelle assemblee straordinarie); in giurisprudenza, Trib. Udine, 21 novembre 1981 e 10 aprile 1981, con nota adesiva di L. GUGLIELMINUCCI, *Le azioni postergate nelle perdite*, in *Giur. comm.*, 1982, II, 884; Trib. Verona, 9 febbraio 1989, in *Soc.*, 1989, 738; Trib. Udine, 23 gennaio 1993, in *Giur. it.*, 1994, I, 926.

riamente raggiunto attraverso la previsione di un costante obbligo di ricapitalizzazione gravante su determinati soggetti o categorie di partecipazioni, senonché tale previsione, ancor prima di collidere con il divieto in analisi, violerebbe il principio sostanzialmente pacifico secondo il quale l'atto costitutivo e lo statuto sociale non possono obbligare i soci a prestazioni accessorie – consistenti in denaro – ulteriori rispetto ai conferimenti iniziali (cfr. art. 2345 c.c.)<sup>63</sup>.

Non a caso il tema dell'esenzione totale dall'incidenza delle perdite si è posto specialmente per quei contratti *parasociali* che regolano le condizioni economiche di un futuro trasferimento della partecipazione. Si allude, in particolare, alle *opzioni di vendita* che attribuiscono ad alcuni soci il diritto alienare la propria partecipazione ad altri soci, obbligati ad acquistarla, ad un corrispettivo predefinito (precisamente pari a quanto originariamente pagato dall'oblato per l'acquisto della partecipazione, oltre ai versamenti senza vincolo di restituzione dallo stesso effettuati a favore della società, decurtato delle distribuzioni eventualmente ricevute fino al momento di esercizio dell'opzione). Tali pattuizioni determinano per l'oblato la neutralità del proprio investimento rispetto all'eventuale insorgenza di perdite<sup>64</sup>, in quanto il

---

<sup>63</sup> Per vero, il medesimo effetto di esentare un socio o una categoria azionaria dalle perdite potrebbe essere astrattamente raggiunto anche mediante la combinazione di una clausola di postergazione nelle perdite e di una clausola di recesso convenzionale, il cui evento legittimante consista nel verificarsi di un risultato negativo, di ammontare idoneo ad intaccare la parte di capitale sociale rappresentata dalle partecipazioni dei soci postergati o dalla azioni postergate.

<sup>64</sup> È questa, in effetti, l'ipotesi maggiormente dibattuta in tema di violazione del divieto. Il congegno, se inserito nello statuto ed idoneo ad assumere rilevanza sociale, dovrà confrontarsi con le norme dell'ordinamento che disciplinano la società; mentre, nel caso la pattuizione rilevi esclusivamente sul piano dei rapporti interindividuali, dovrà essere vagliata alla luce dei principi generali del diritto dei contratti e quindi, in definitiva, dovrà esserne vagliata la *causa*. Dopo una iniziale contrapposizione tra la *Chambre civile* e la *Chambre commerciale* della *Cour de Cassation* (sulla quale, R. SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni "redimibili"...*, cit., 609, nt. 4), questa è la prospettiva affermata nell'ordinamento francese (cfr. Cass. Comm., 20 maggio 1986, in *Rev. soc.*, 1986, 587 cui ha sostanzialmente aderito la dottrina maggioritaria Y. GUYON, *Les sociétés. Aménagements statutaires et conventions entree associés*, Paris, 1999, 300; L. GODON, *Les obligations des associés*, Paris, 1999, 186 s.) e successivamente avallata dalla nostra giurisprudenza (Cass., 29 ottobre 1994, n. 8927, cit.). Condividendo l'impostazione, la questione dell'ammissibilità di *put option* parasociali a prezzo predefinito dipende dalla nozione prediletta dell'elemento causale. Chi propende per una concezione *oggettiva*, secondo la quale la causa è la *funzione economica-sociale* del contratto, sarà incline a ritenere che un patto parasociale non possa mai provocare l'esclusione di un socio da ogni partecipazione agli utili o alle perdite, in quanto potrebbe esclusivamente comportare la *traslazione* di quel rischio da parte del medesimo; traslazione che, invero, ne confermerebbe la titolarità in capo al socio (cfr., soprattutto, E. BARCELLONA, *Clausole di put & call a prezzo predefinito...*, cit., 56 ss. cui adde P. CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario*, cit., 245 ss. nonché, con un orientamento non allineato alla giurisprudenza dominante, Trib. Milano, 13 settembre 2011, cit., ove si enfatizza che la predeterminazione delle condizioni economiche del futuro ed eventuale trasferimento delle partecipazioni può rivelarsi remunerativo per l'una o per l'altra parte a seconda del mutare di diversi fattori). Chi, al contrario, aderisce alla teoria della *causa in concreto*, vale a dire l'orientamento che ricostruisce l'elemento causale in termini di *interesse concretamente perseguito dalle parti*, sarà propenso a valutare, nel singolo caso concreto, la meritevolezza della neutralizzazione del rischio d'impresa, scaturente

prezzo della cessione della partecipazione risulta indipendente dai concreti risultati *medio tempore* conseguiti dalla società e quindi, in definitiva, non risulta correlato al valore stesso della partecipazione.

Trattasi di contratti preparatori che, regolando un futuro ed eventuale trasferimento della partecipazione – rimesso alla volontà dell'oblatore – a condizioni economiche stabilite *ab origine*, escludono per tale soggetto la sopportazione del rischio per lo *iato* temporale intercorrente tra la stipulazione del contratto e la sua eventuale esecuzione.

Le similitudini tra tali pattuizioni parasociali e alcune clausole sociali che regolamentano il disinvestimento volontario, quali il recesso convenzionale e il riscatto "obbligatorio" a valori predefiniti, costringeranno poco oltre a tornare sulla tematica.

Almeno per ora, conviene invece focalizzare l'attenzione su quelle clausole statutarie che producono l'effetto di estromettere un socio o una partecipazione azionaria dal risultato attivo.

Il *profilo quantitativo* dell'esclusione in base al quale l'estromissione illegittima sarebbe solamente quella *totale* deve necessariamente confrontarsi con la lettura *sostanziale* della proibizione, avallata dall'orientamento dominante al quale si è accennato poc'anzi. Da ciò consegue che, pur non potendosi individuare a priori parametri invalicabili di sproporzione tra entità della partecipazione e misura dei diritti patrimoniali, devono considerarsi illegittime le pattuizioni che determinino la partecipazione agli utili in misura meramente *formale*.

La questione diviene quindi quella di stabilire quando la partecipazione al risultato possa dirsi tale.

La risposta non dipende tanto dal metodo di calcolo della ripartizione non proporzionale dell'utile, bensì dai concreti risultati economici conseguiti dalla società, sicché non si può che rifuggire anche solo dal tentarne una teorizzazione di massima. S'intende dire che stabilire se la misura della partecipazione al risultato sia o non sia irrisoria o esclusivamente simbolica non può che dipendere dal risultato complessivo della società e dunque la valutazione di compatibilità con il divieto della clausola non potrà essere condotta disconoscendo tale risultato al quale rapportare quello prodotto dalla clausola stessa. L'interpretazione sostanziale del divieto, se risponde all'esigenza di evitare che infime partecipazioni al rischio vadano esenti dalla censura di incompatibilità con il divieto, e quindi con la causa societaria

---

dalla stipulazione del suddetto contratto di opzione (*cfr.*, da ultimi, F. DELFINI, *Opzioni put con prezzo determinato "a consuntivo", arbitraggio della parte e nullità*, in *Giur. comm.*, 2012, II, 741 ss.; R. SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni "redimibili" ...*, *cit.*, 609 ss.). Valutazione di meritevolezza che, tuttavia, è spesso completamente obliterata (Trib. Napoli, 10 dicembre 2009, *cit.*), ovvero rinvenuta genericamente nell'«interesse alla buona gestione dell'impresa» (Cass. 29 ottobre 1994, n. 8927, *cit.*) o nella «complessa operazione finalizzata a consentire l'integrazione societaria» (Trib. Milano, 6 agosto 2015, *cit.*) o nel «diritto di vendere/acquistare la partecipazione [...] a condizioni di prezzo predeterminate» (Trib. Milano, 21 luglio 2014, *cit.*).

*tour court*, si espone, come evidente, a indubbe incertezze applicative, imponendo necessariamente all'interprete una valutazione caso per caso.

Nell'esegesi dell'espressione «*ogni partecipazione agli utili o alle perdite*» l'interprete non può poi fare a meno di confrontarsi con la consolidata indicazione giurisprudenziale<sup>65</sup>, secondo la quale il divieto in parola concerne l'esclusione *assoluta e costante da utili e/o perdite*. Nella consapevolezza di questa indicazione dei giudici di legittimità deve quindi proseguire l'indagine, differenziando il profilo della *assolutezza* dal profilo della *costanza*.

### 3.3. Il profilo della *assolutezza*.

Tra i vari significati ascrivibili all'aggettivo «assoluto» viene in rilievo quello di indipendenza *da qualsiasi presupposto o condizione*. Se si conviene con tale lettura, può quindi affermarsi che l'esclusione *assoluta* – illegittima – sarebbe esclusivamente quella *incondizionata* e, viceversa, che l'esclusione *relativa* – legittima – sarebbe esclusivamente quella *condizionata*.

Sulla base di queste premesse, si è affermata la compatibilità con il divieto di quelle pattuizioni che subordinano l'esclusione dalla partecipazione ai risultati al verificarsi di determinate condizioni<sup>66</sup>. *In thesi*, il legame tra l'esclusione e l'incerta verificabilità dell'evento dedotto in condizione sarebbe sufficiente ad escludere il profilo della *assolutezza*, indice di violazione della proibizione.

La generalità della conclusione sopra riferita, pare a chi scrive discutibile e quindi bisognosa di alcune precisazioni, originate dalla variabilità del meccanismo condizionale e dalle caratteristiche – *incertezza e futurità* – che l'evento dedotto in condizione deve necessariamente possedere. Quanto al carattere dell'*incertezza*, esso potrà dirsi sussistente quando, in base ad un normale giudizio conoscitivo, non sia possibile determinare con ragionevole sicurezza se l'evento dedotto in condizione accadrà o non accadrà. Intrinsecamente connesso al carattere dell'*incertezza* dell'evento dedotto in condizione vi è quello della *possibilità*, cioè l'astratta verificabilità dell'evento medesimo; dovrà quindi ritenersi impossibile quell'evento la cui verifica-

---

<sup>65</sup> Cass., 29 ottobre 1994, n. 8927, *cit.* .

<sup>66</sup> In tal senso sembra orientato P. SFAMENI, *sub art. 2350*, *cit.*, 264, ove afferma che «[i]llegittima, sarebbe, l'esclusione *assoluta*, non quella *relativa* (ad es. sottoposta a condizione) [...]». È bene precisare che si tratterà di condizioni non retroattive e quindi derogatorie rispetto al meccanismo legale dell'art. 1360 c.c.. D'altronde, quanto alle condizioni sospensive, il carattere dell'irretroattività dovrebbe desumersi dalla «natura del rapporto» societario, quanto alle condizioni risolutive, invece, esso conseguirebbe dalla circostanza che il contratto di società si annovera tra i contratti «ad esecuzione continuata». Diversamente opinando, infatti, una volta verificatosi l'evento dedotto in condizione, nel primo caso si produrrebbe l'aberrante effetto per cui il socio avrebbe diritto a percepire l'utile prodotto e distribuito precedentemente e del quale non ha beneficiato e, nel secondo, quello per cui il socio sarebbe obbligato alla restituzione dei dividendi ricevuti dalla società.

zione, secondo un giudizio di ragionevolezza, risulta irrealizzabile a ragione di un impedimenti di fatto o di diritto.

È evidente che qualora la verifica dell'evento dedotto in condizione fosse privo del carattere dell'*incertezza*, l'esclusione sarebbe differita ma assoluta e quindi illegittima. Al contrario, nel caso fosse la partecipazione al risultato ad essere condizionata, sarebbe la *possibilità* dell'evento dedotto in condizione ad assicurare la legittimità della relativa clausola.

Ciò premesso, senza esitazioni riterrei valida una clausola che condizioni la partecipazione al risultato attivo di un socio o di una classe di partecipazioni azionarie al verificarsi di specifici eventi, purché essi, nel contesto della società ove la clausola è inserita, abbiamo – *ex ante* – verosimili possibilità di tradursi in realtà, peraltro, come si chiarirà nel prosieguo, in un momento non coincidente o prossimo allo spirare del termine di durata della società.

Detti eventi potranno ad esempio essere legati alle *performance* aziendali, individuate secondo determinati parametri reddituali, patrimoniali o finanziari. Esemplificando, si pensi ad una società il cui capitale contempli azioni speciali – in ipotesi, di titolarità del *management* ovvero del “socio industriale” – che non attribuiscono utili fino al raggiungimento di un determinato *EBITDA*<sup>67</sup>, in ogni singolo esercizio. L'interesse meritevole che una simile configurazione delle «norme secondo le quali gli utili devono essere ripartiti» intende perseguire sarebbe, evidentemente, quello di legare il ritorno economico delle azioni appartenenti a chi ha la gestione dell'ente agli incrementi della redditività aziendale, che proprio da tale gestione promanano. Si tratterà, ancora una volta, di appurare, in sede di stipula dell'atto costitutivo ovvero di successiva modifica dello statuto volta all'inserimento della clausola, se l'evento dedotto in condizione – nell'esempio, il raggiungimento di un determinato *EBITDA* – sia realisticamente realizzabile dalla società, sulla base degli elementi in quel momento disponibili; nel caso tale verifica desse esito negativo, la clausola determinerebbe quell'esclusione certa e incondizionata, vietata dal divieto *de quo*, e conseguentemente dovrebbe ritenersi affetta da nullità<sup>68</sup>.

---

<sup>67</sup> L'*EBITDA*, acronimo di *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciations and Amortizations*, è un indicatore di redditività che evidenzia il reddito di un'azienda calcolato sulla base della sola gestione caratteristica, al lordo, quindi, di interessi, tasse, svalutazioni di beni e ammortamenti e permette di stabilire se l'azienda è capace di generare ricchezza tramite la gestione operativa.

<sup>68</sup> Il tema si interseca quindi con quello del controllo di legittimità dell'atto costitutivo e delle deliberazioni di modifica dello statuto, come noto rimesso al notaio rogante (*cf.* gli artt 2330 e 2436, richiamati in ambito di s.r.l. rispettivamente dagli artt. 2463 e 2480 c.c.). Tenderei ad escludere che l'irrealizzabilità dell'evento dedotto in condizione possa essere imputato – in termini di responsabilità disciplinare (art. 138-*bis* della L. 16 febbraio 1913 n. 89) e professionale – al notaio rogante, specialmente là dove risulti dall'atto costitutivo o dal verbale portante la modificazione statutaria una attestazione delle parti o del presidente della riunione assembleare che attesti la ragionevole realizzabilità dell'evento cui il riconoscimento della partecipazione all'utile è subordinata. Altrimenti opinando si rimetterebbe al notaio – figura professionale caratterizzata da una peculiare

Analogamente è possibile interrogarsi sulla validità di una clausola uguale e contraria a quella finora analizzata, cioè che condizioni la partecipazione al risultato attivo alla mancata verifica di specifici eventi.

Si ponga nuovamente attenzione al caso di una società il cui capitale contempli azioni speciali, sempre di titolarità del *management* ovvero del “socio industriale” ma che, questa volta, attribuiscono utili purchè la *PFN*<sup>69</sup> della società, in ogni singolo esercizio, non risulti pari o inferiore ad un determinato valore, assunto quale indicatore del rischio connesso allo squilibrio di natura finanziaria dell’impresa.

Anche in tale ipotesi dovrà valutarsi la probabilità che l’evento si realizzi ma, a differenza dell’ipotesi precedente, sarà qui la certezza in ordine alla sua verifica a determinare l’illegittimità della clausola.

Gli esempi finora proposti hanno contemplato eventi il cui accadimento o mancato accadimento può verificarsi in ogni esercizio sociale. Qualora, invece, la partecipazione al risultato dipenda non da eventi riscontrabili periodicamente bensì dal decorso di un determinato numero di esercizi o dall’accadimento di eventi che possono aver luogo solo decorso un determinato lasso temporale, non coincidente con l’esercizio, emerge un altro profilo della problematica, cioè quello della *costanza* dell’esclusione.

### **3.4. Il profilo della *costanza*.**

Ogni operazione di investimento, cioè qualsiasi utilizzo di risorse attuali per conseguire un rendimento futuro, macro-categoria dalla quale non si discosta l’assunzione di partecipazioni nel capitale nominale delle società, esige un suo protrarsi nel tempo.

Anche nel valutare la compatibilità con il divieto del patto leonino delle diversificazioni delle prerogative patrimoniali, il profilo diacronico assume rilevanza pregnante; e ciò, da un lato, perché i diversi orizzonti temporali tra i singoli investitori costituiscono spesso il movente della deviazione dal principio di proporzionalità, dall’altro, perché in un rapporto di durata, quale quello partecipativo, l’esclusione da utili e perdite per essere illegittima non può che essere protratta per un determinato lasso temporale. Si tratta dunque di capire quanto a lungo un socio o una classe di partecipazioni possano essere estromessi dalla partecipazioni al risultato senza che a ciò consegua la violazione del divieto e conseguentemente la nullità della pattuizione.

Sul punto, alcuni autori, per vero in termini piuttosto generici, hanno ritenuto «priva di rilievo la circostanza che l’esclusione dagli utili e dalle

---

formazione giuridica – una valutazione prettamente economica e per di più prospettica, che evidentemente non rientrerebbe nelle sue specifiche competenze.

<sup>69</sup> La *PFN*, acronimo di *Posizione Finanziaria Netta* permette di valutare il livello complessivo di indebitamento dell’impresa e, se rapportata con i mezzi propri, la solidità della struttura patrimoniale mentre, se rapportata con il fatturato, la capacità di restituzione del debito.



perdite si riferisca soltanto ad alcuni esercizi, e non all'intero arco della vita sociale»<sup>70</sup>. Quanto al riferimento all'estromissione dalle perdite, possono mutuarsì le medesime considerazioni svolte precedentemente circa l'inconfigurabilità di una clausola statutaria che con certezza esenti un socio o un classe di partecipazioni dall'incidenza di ogni perdita: l'esclusione dalle perdite del socio o delle azioni postergati, infatti, trova quale limite quantitativo invalicabile l'ammontare del capitale non postergato; eroso quest'ultimo, anche il capitale rappresentativo della partecipazione del socio o delle azioni postergati sarà inesorabilmente intaccato dalle perdite.

Altri autori, in termini sostanzialmente analoghi, ma correttamente circoscrivendo il rilievo al solo risultato attivo, a ragione di quanto appena ribadito riguardo al profilo dell'incidenza delle perdite, hanno affermato «la legittimità della clausola statutaria volta a condizionare *la partecipazione agli utili* di una determinata categoria di azioni al trascorrere di un determinato numero di esercizi. Purché, evidentemente, il *dies a quo* non corrisponda al termine di durata della società»<sup>71</sup>; con l'effetto di determinare un'esclusione *meramente temporanea* sul piano cronologico dalla partecipazione agli utili e quindi – *in thesi* – certamente valida.

Anche dall'orientamento consolidato della giurisprudenza di legittimità, possono dedursi indici a sostegno degli orientamenti dottrinali da ultimo riferiti: se l'esclusione temporalmente illegittima è solo quella *costante* – come affermato dalla Suprema Corte – allora è d'obbligo concludere che l'esclusione dal risultato per «un determinato numero di esercizi» non ricada nell'ambito applicativo del divieto.

Per vero, tale lettura necessita di alcuni distinguo.

Innanzitutto essa non fornisce alcun indice per valutare quando l'esclusione possa dirsi temporalmente legittima e quando, al contrario, vietata; altrimenti detto, non chiarisce come orientarsi nello stabilire per quale intervallo massimo di tempo un socio o una categoria azionaria possano essere esentati dal risultato attivo.

Sul punto, riterrei che l'elemento destinato a guidare l'interprete nella valutazione del "*fattore tempo*" dell'esclusione sia rappresentato dalla *durata* – determinata o indeterminata che sia – della società, elemento essenziale di ogni intrapresa in forma societaria che indica l'intervallo cronologico fino al quale l'attività economica esercitata dall'ente avrà luogo, salva, naturalmente, la possibilità di proroga.

La valutazione di legittimità delle clausole che comportano l'esclusione dal risultato per un determinato numero di esercizi dovrà dunque essere condotta con riferimento a tale elemento essenziale del contratto

---

<sup>70</sup> Così N. ABRIANI, *Il divieto...*, cit., 61, richiamando G.C.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, cit., 175 e citando a sostegno dell'orientamento una giurisprudenza francese.

<sup>71</sup> P. SFAMENI, *sub art. 2350*, cit., 265 che richiama H. LE NABASQUE – M. BARBIER, *Les clauses léonines*, in *Actes pratiques. Droit des Sociétés*, 1996, 5.

sociale. E così, sarei propenso a ritenere che in una società contratta a tempo indeterminato, ovvero con un termine di durata molto lungo, l'esclusione possa aver luogo per un numero significativo di esercizi e che, al contrario, in una società costituita per il compimento di un singolo affare (o per la singola operazione di *business combination*, come sempre più spesso accade nell'ambito delle *Special Purpose Acquisition Companies*<sup>72</sup>), l'esclusione non possa che essere contenuta in brevissimi limiti temporali, coerentemente alla durata di tali enti, generalmente fissata in pochi anni, se non addirittura in pochi mesi.

Quanto alla possibilità di condizionare la partecipazione all'utile, al trascorre di un determinato numero di esercizi, occorrerà, *in primo luogo*, distinguere tra condizione sospensiva e risolutiva e, *in secondo luogo*, valutare come detto meccanismo si pone in rapporto con la durata dell'ente.

Preliminarmente, è necessario chiarire che l'evento del «trascorrere di un determinato numero di esercizi» si inquadra correttamente nel meccanismo condizionale poiché la società potrebbe sempre deliberare il proprio scioglimento e così neutralizzare l'originaria certezza nell'*an* e nel *quando* dell'evento suddetto.

Ciò chiarito, si osserva che l'evento oggetto della condizione sospensiva non potrà essere individuato in modo tale da potersi verificare esclusivamente a ridosso del termine di durata della società, determinandosi altrimenti una violazione sostanziale del divieto; non esiterei infatti a ritenere solo formalmente rispettato il divieto *de quo* qualora il socio o l'azione partecipi all'utile per un periodo di tempo insignificante rispetto all'intero periodo di vita della società<sup>73</sup>. Nel rispetto di questi limiti, riterrei valida una clausola statutaria che sottoponesse il diritto all'utile di un socio o di una categoria azionaria al decorso di un certo lasso temporale.

Il discorso risulta invece più complesso qualora il diritto all'utile sia configurato in modo tale da potersi estinguere in un determinato momento, cioè sottoposto alla condizione risolutiva del decorso di un determinato numero di esercizi o comunque della verifica di eventi che non possono

---

<sup>72</sup> Sulle quali si v. C. CHIOMENTI – L. GRAFFI, *La "Special Purpose Acquisition Company"*, in *Giur. comm.*, 3, 2010, 445 ss. Trattasi di veicoli di investimento costituiti con l'obiettivo di raccogliere capitale sul mercato al fine di effettuare operazione di fusione e/o acquisizione di aziende.

<sup>73</sup> Secondo una corrente di pensiero la realizzazione dello scopo lucrativo sarebbe neutra rispetto al profilo temporale; in altri termini la partecipazione agli utili *durante societate* e la partecipazione alla quota di patrimonio netto di liquidazione sarebbero perfettamente sostituibili. Tale neutralità porterebbe a ritenere legittime clausole statutarie volte a riconoscere al socio un diritto all'utile durante la vita della società ma non in sede di liquidazione e viceversa. In questi termini, G. MARASÀ, *Le "società" senza scopo di lucro*, cit., 117 s., nt. 126; D. PREITE, *La destinazione dei risultati nei contratti associativi*, Milano, 1998, 212 s. *Contra* G. FRÈ, *sub art. 2349*, in G. FRÈ – G. SBISÀ, *Società per azioni*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja Branca*, diretto da F. Galgano, t. I, Bologna – Roma, 1997, 251. Sui rapporti tra privilegi nella riparto del patrimonio netto di liquidazione e divieto del patto leonino si v. *infra* § 4.

che aver luogo decorso un determinato lasso temporale, eccedente l'esercizio sociale.

Partendo da tale ultima ipotesi, si pensi ad una società il cui capitale contenga azioni speciali – in ipotesi, di titolarità del “socio finanziatore” – che attribuiscono utili fino a che la sommatoria dei dividendi e di ogni altra distribuzione effettuata a favore dei relativi titolari raggiunga un determinato importo complessivo. L'obiettivo di una clausola siffatta sarebbe quello di limitare ad un ammontare massimo la remunerazione di una categoria azionaria, conseguentemente assicurando che l'eccedenza di tale soglia favorisca esclusivamente i titolari di azioni diverse da quelle in questione.

Apparentemente, proprio il meccanismo della condizione risolutiva fa sì che possa escludersi che la clausola determini l'estromissione totale dal risultato positivo: fino al momento di verifica dell'evento dedotto in condizione, infatti, le partecipazioni interessate dalla regolamentazione si vedono riconosciuto il diritto all'utile (anzi, nell'esempio sopra riferito, è proprio l'aver goduto dell'utile e di altre distribuzioni fino ad un determinato ammontare a determinare l'esclusione successiva). A sostegno della compatibilità con il patto leonino di una clausola siffatta potrebbe poi addursi che il socio o la categoria azionaria interessati dalla clausola medesima ben partecipano al rischio d'impresa, non potendosi stabilire con certezza *se e quando* l'evento dedotto in condizione si verificherà.

Tuttavia, i dubbi di compatibilità con il sistema societario di tale assetto negoziale sono rinvenibili altrove, e precisamente nella circostanza che, una volta verificatosi l'evento cui la partecipazione al risultato attivo è risolutivamente condizionata, il diritto all'utile risulta *definitivamente estinto*. E tale effetto, se non contrasta la lettera del divieto proprio perché il socio o le azioni hanno goduto del risultato attivo *per un determinato periodo temporale e fino ad un determinato ammontare*, parrebbe contrastare con la sua *ratio*, individuata nella necessaria partecipazione del socio al rischio d'impresa da parte di tutti i soci e nella circostanza che tutti i potenziali investitori nel capitale nominale delle società debbono poter contare su tale partecipazione, così come il sistema societario nel suo complesso, al fine di presidiare la certezza del mercato degli investimenti.

Anche con riferimento alla prima ipotesi possono richiamarsi le medesime considerazioni, e cioè che parrebbe violare la *ratio* del divieto una clausola in forza della quale, verificatosi un determinato evento, il diritto all'utile si estingua definitivamente. In altri termini, non sembrerebbe potersi definire sociale una partecipazione che in un determinato momento – la cui verifica sia pure eventuale – possa essere privata *sine die* del diritto all'utile, in quanto contrasterebbe con la causa del contratto di società e con il divieto in analisi, che della causa predetta costituisce il completamento.

I dubbi di legittimità di simili clausole si rinvengono anche in riferimento al profilo circolatorio delle partecipazioni dalle clausole medesime caratterizzate: l'ordinamento non tollera, infatti, che circolino partecipazioni

al capitale nominale prive degli elementi indefettibili di tale tipologia di investimento.

Ma se così è, la legittimità della clausole potrebbe forse essere “recuperata” eliminando in radice la possibilità che tali partecipazioni circolino ovvero la possibilità che le medesime circolino amputate del diritto all’utile, vale a dire stabilendo statutariamente un divieto di trasferimento a tempo indeterminato<sup>74</sup> o la conversione automatica in caso di alienazione. Per mezzo di tali correttivi, i dubbi dapprima espressi sulla validità di tale patteggiamento sembrerebbero fortemente ridimensionati se non addirittura dipanati.

#### **4. Patto leonino e diritti patrimoniali diversi dal diritto all’utile.**

Ancorando l’esegesi dell’art. 2265 c.c. al dato letterale, si potrebbe concludere che le prerogative patrimoniali dalle quali ogni socio non può essere estromesso siano esclusivamente l’utile o la perdita poiché esse sono le uniche contemplate dalla norma.

Tuttavia diversi indici portano ad ampliare a prerogative patrimoniali diverse l’ambito applicativo della disposizione.

Conviene muovere l’analisi dall’altro diritto a contenuto esclusivamente patrimoniale che connota la partecipazione sociale, e cioè il diritto alla quota di liquidazione.

A tal fine, occorre, *in primo luogo*, osservare che nelle società personali – le quali, come più volte emerso, rappresentano il terreno di elezione del divieto *de quo* – il principio, fissato dall’art. 2262 c.c., per il quale «ciascun socio ha diritto di percepire la sua parte di utili dopo l’approvazione del rendiconto» può essere derogato dai contraenti, come la stessa norma ha cura di precisare. Nel contratto sociale, è quindi possibile stabilire che parte del risultato attivo debba essere accantonato a riserva ovvero che la distribuzione debba essere necessariamente preceduta da una decisione dei soci in tal senso, così mutuando la regola che governa nelle società di capitali.

---

<sup>74</sup> In materia di s.r.l., l’art. 2469 c.c. consente che l’atto costitutivo stabilisca l’intrasferibilità assoluta delle quote, salvo il riconoscimento del diritto di recesso che l’atto medesimo può inibire per un termine non superiore a due anni dalla costituzione o dalla sottoscrizione della partecipazione. Nelle s.p.a., invece, ai sensi dell’art. 2355-bis c.c., è possibile vietare il trasferimento delle azioni per un periodo non superiore a cinque anni dalla costituzione della società o da quello in cui il divieto viene introdotto. Si ritiene lecito un divieto ultra quinquennale o a tempo indeterminato qualora sia accompagnato da un diritto di recesso *ad nutum* (e non da ulteriori meccanismi), così P. DAL SOGLIO, *sub art. 2355-bis, cit.*, 340. Per vero, il divieto può ritenersi legittimo anche quando sia previsto altro dei “correttivi” tipizzati dal legislatore per il caso di mero gradimento, e cioè l’obbligo di acquisto a carico della società o degli altri soci. La disciplina prevista per il mero gradimento può, infatti, ritenersi applicabile anche alle altre ipotesi che producono il medesimo effetto di prigionia del socio, quale il divieto di trasferimento eccedente il limiti di durata legalmente tollerati. In questi termini, L. STANGHELLINI, *sub art. 2355-bis, cit.*, 574; A. TUCCI, *Limiti alla circolazione delle azioni, cit.*, 628 nonché la Massima n. 92 del 18 maggio 2007 della Commissione Società del Consiglio notarile di Milano, consultabile *on line* al sito [internet www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it).

L'art. 2433 c.c., infatti, oltre a chiarire l'obbligatorietà di una deliberazione annuale sulla distribuzione del risultato attivo, precisa che solo in forza di tale deliberazione il diritto *astratto* all'utile diviene diritto *concreto* al dividendo<sup>75</sup>.

*In secondo luogo*, è d'obbligo rammentare che da decenni è stata abbandonato l'orientamento secondo il quale i soci avrebbero un diritto – *in thesi*, fondato sulla consuetudine, o sul contratto sociale, o sulla legge – a ricevere annualmente tutti, o almeno una parte, degli utili netti risultanti dal bilancio<sup>76</sup>, sicché può dirsi che l'assemblea è *tendenzialmente* libera nel decidere l'imputazione a riserva o la posticipazione della distribuzione del risultato attivo. Tale deliberazione, infatti, potrebbe essere impugnata solamente qualora il socio dissenziente dimostri un abuso di maggioranza o una violazione del principio di correttezza e buona fede<sup>77</sup> ovvero l'inesistenza di un interesse all'autofinanziamento dell'impresa<sup>78</sup>; solo in presenza di tali aspetti patologici è quindi possibile il sindacato giudiziale sulla deliberazione di accantonamento.

Da tali premesse è possibile dedurre che tanto al momento dell'approvazione del bilancio di esercizio quanto al momento dell'approvazione di quello finale di liquidazione è *assolutamente normale*, come del resto si evince dall'art. 2424 c.c. che regola la formazione dello

---

<sup>75</sup> In giurisprudenza, si v. Cass., 11 marzo 1993, n. 2959 in *Soc.*, 1993, 1202, secondo la quale «il diritto individuale del singolo azionista a conseguire l'utile di bilancio sorge soltanto se e nella misura in cui la maggioranza assembleare ne disponga l'erogazione ai soci, mentre, prima di tale momento, vi è una semplice aspettativa, potendo l'assemblea sociale impiegare diversamente gli utili o anche rinviarne la distribuzione».

<sup>76</sup> Per l'analisi e la confutazione della teoria del c.d. «diritto al dividendo» si v. G.E. COLOMBO, *Riserve facoltative e riserve occulte nel bilancio delle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1960, I, 188 ss. nonché G. ROSSI, *Utile di bilancio, riserve e dividendo*, Milano, 1957, 142 ss.

<sup>77</sup> In dottrina, per tutti, A. ASQUINI, *I battelli del Reno*, in *Riv. soc.*, 1959, 628 ss.; G. FERRI, *Diritto all'utile e diritto al dividendo*, in *Riv. dir. comm.*, 1963, I, 412 ss.; A. GAMBINO, *Il principio di correttezza...*, *cit.*, 1987, 311. In giurisprudenza, con diverse sfumature, Trib. Roma, 23 dicembre 1968, in *Giur. merito*, 1969, I, 523; Trib. Milano, 11 ottobre 1973, in *Riv. dir. comm.*, 1974, 461; Trib. Milano, 15 gennaio 1981, in *Riv. dir. comm.*, 1982, II, 131; Trib. Milano, 13 gennaio 1983, in *Banca borsa tit. cred.*, 1983, II, 328; App. Milano, 25 marzo 1986, in *Banca borsa tit. cred.*, 1987, II, 421 ss.; Trib. Brescia, 18 settembre 1989, in *Giur. comm.*, 1990, II, 802 ss.; Cass., 11 marzo 1993, n. 2959 *cit.*; Cass., 28 maggio 2004, n. 10271, in *Foro it.*, 2005, I, 815; Cass., 29 gennaio 2008, n. 2020, in *Soc.*, 2008, 974.

<sup>78</sup> G.E. COLOMBO, *Il bilancio di esercizio...*, *cit.*, 505, secondo il quale «se [...] il principio è quello della distribuzione periodica dell'utile, un comportamento di *sistematica esclusione* della ripartizione *in assenza di giustificazione* alcuna è in *contrasto con il sistema*. Ciò non significa che l'accantonamento a riserva sia lecito solo se *si dimostri* l'esistenza di esigenze sociali di autofinanziamento, e tanto meno significa che l'accantonamento debba essere *motivato*; al contrario, è la *mancaza dell'interesse all'autofinanziamento* che, integrando l'abuso del potere assembleare di scelta, *dovrà essere dimostrata*; ed a tal fine non basta dimostrare l'inesistenza di attuali «necessità» di investimento, ma occorrerà dimostrare che non sono prevedibili concrete e prossime possibilità di sviluppo dell'impresa in misura corrispondente all'accantonamento operato. Ne consegue che *ben raramente* sarà possibile, in concreto, dimostrare la *contrarietà* dell'accantonamento al principio di correttezza senza contemporaneamente dimostrare l'intento extrasociale ed oppressivo in capo alla maggioranza».

stato patrimoniale, che sussistano delle voci di netto formate da utili accantonati a riserva ovvero dei quali si è rinviata la distribuzione, cioè da utili «portati a nuovo».

E quindi, il divieto del patto leonino non può che trovare applicazione anche in relazione al diritto alla quota di liquidazione, nonostante ad esso non si faccia cenno all'art. 2265 c.c. e nonostante il legislatore lo distingua concettualmente, e quindi lo disciplini autonomamente, dal diritto all'utile, così chiarendo che *il socio ha normalmente il diritto di percepire la remunerazione dell'investimento durante la vita della società*<sup>79</sup>. Altrimenti opinando, infatti, il reiterato accantonamento dell'utile unitamente ad una clausola statutaria che escludesse un socio o una categoria azionaria dalla partecipazione al riparto finale – ipotesi non espressamente sanzionata dal legislatore – avrebbe quale effetto l'esclusione del socio medesimo anche dall'utile (non distribuito), con ciò producendosi l'effetto osteggiato dal divieto che, peraltro, contempla l'utile *tout court*, senza distinguere tra utile distribuito o accantonato.

Chiarito che, ad onta del tenore letterale dell'art. 2265 c.c., anche il diritto alla quota di liquidazione ricade, almeno astrattamente, nell'ambito applicativo del divieto, è necessario appurare fino a che punto possa spingersi la deviazione dal principio di proporzionalità avente ad oggetto tale prerogativa patrimoniale.

Tra gli interpreti, nessun dubbio emerge sulla possibilità di attribuire al socio o alla categoria azionaria un privilegio temporale nel rimborso del valore nominale della partecipazione ovvero un privilegio anche quantitativo sul patrimonio eccedente il capitale rimborsato<sup>80</sup>, secondo l'usuale dicotomia tra *azioni di priorità* e *azioni di preferenza* nell'attribuzione di diritti patrimoniali tipici. Le perplessità si appuntavano originariamente sulla validità di una clausola che riconosca ad un socio o ad una categoria azionaria il diritto a partecipare al patrimonio netto di liquidazione in misura superiore alla percentuale del capitale sociale rappresentato dalle azioni della categoria medesima poiché essa potrebbe in concreto determinare la frustrazione del diritto del socio all'integrale restituzione del conferimento<sup>81</sup>. Per vero, come correttamente è stato osservato<sup>82</sup>, da nessuna norma di legge può evincersi un diritto del socio al rimborso del conferimento<sup>83</sup> pertanto tale clauso-

---

<sup>79</sup> G.E. COLOMBO, *Il bilancio di esercizio*, cit., 504.

<sup>80</sup> Si esprimo in questi termini tutti gli autori citati alle successive nt. 83 e 84.

<sup>81</sup> Il che secondo A. MIGNOLI, *La nozione di categoria...*, cit., 450 contrasterebbe con il divieto del patto leonino mentre secondo M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., 76; G. FRÈ, *sub art. 2348*, in G. FRÈ – G. SBISÀ, *Società per azioni*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja Branca*, diretto da F. Galgano, t. I, Bologna – Roma, 1997, 230, contrasterebbe con la causa societaria.

<sup>82</sup> M. BIONE, *Le azioni*, cit., 57 nt. 37, seguito da M. NOTARI, *sub art. 145*, cit., 1583 e da P. SFAMENI, *sub art. 2350*, cit., 286.

<sup>83</sup> Idea che secondo B. VISENTINI, voce *Azioni...*, cit., 988 nt. 30 «deriva dalla antica ed erronea concezione del capitale sociale quale proprietà, o quale credito, dei soci, in confronto alle riserve concepite come proprietà della società».

la dovrà ritenersi compatibile con il divieto purché, come ovvio, non sia congegnata in modo da rendere ragionevolmente impossibile che il socio o la categoria azionaria non beneficiata consegua alcunché<sup>84</sup> ma soprattutto, secondo quanto sopra riferito, in modo che essi siano esclusi totalmente dalla percezione delle riserve formate per mezzo di utili non distribuiti. In altri termini, può dirsi che il potere della maggioranza di non distribuire l'utile di esercizio risulta giustificato fin tanto che il diritto alla quota di liquidazione non sia eliminato, potendosi altrimenti determinare la frustrazione della causa lucrativa<sup>85</sup>, che del divieto del patto leonino costituisce il sostrato. Se così è, come credo, dovrebbe allora ritenersi legittima l'esclusione totale di un socio o di una categoria azionaria dalla quota di liquidazione purché nello statuto sociale trovi spazio una clausola che stabilisca la distribuzione *automatica* dell'utile *manente societate*, cioè che determini il sorgere del diritto al dividendo non in base ad una deliberazione positiva di distribuzione ma dalla mera approvazione del bilancio di esercizio<sup>86</sup>.

È poi doveroso chiarire che, a ben vedere, un problema di compatibilità con il divieto non ha ragione di porsi per quelle clausole che riconoscono la distribuibilità di determinate voci di netto – *diverse dalle riserve da utili* – esclusivamente a determinati soci o a determinate categorie azionarie.

Esemplificando, una clausola che stabilisse la distribuibilità di una riserva sovrapprezzo o di una riserva “targata” esclusivamente a favore di chi ne ha determinato la formazione non potrebbe ritenersi ricadente nell'ambito applicativo del divieto, in quanto non avrebbe l'effetto di estromettere dall'utile quei soci o quelle partecipazioni non beneficiati dalla clausola stessa. Può quindi affermarsi che l'esclusione dalla quota di liquidazione è da ritenersi vietata solo se, e nella misura in cui, tale quota è formata da utili portati a nuovo.

Da altro versante, proseguendo l'analisi delle potenziali interferenze tra il divieto del patto leonino e altre prerogative patrimoniali del socio, vengono in rilievo specifiche configurazioni del diritto di recesso e del diritto di riscatto. Più precisamente, un delicato problema di compatibilità con il

---

<sup>84</sup> P. SFAMENI, *sub art. 2350*, cit., 286.

<sup>85</sup> In questi termini, C.F. GIAMPAOLINO, «Nuove» *funzioni e questioni delle azioni di categoria*, in *Studi per Franco di Sabato*, vol. III, t. 1, Napoli, 2009, 638.

<sup>86</sup> Come ritengono ammissibile, non solo in riferimento alle azioni di risparmio, M. NOTARI, *sub art. 145*, cit., 1572, nt. 113 e, almeno implicitamente, M. BIONE, *Le azioni*, cit., 79, nt. 114. Un esempio interessante di una clausola siffatta è rinvenibile nello statuto sociale di Parmalat s.p.a. ove, all'art. 26, è previsto che «[...] la società sarà obbligata a distribuire agli azionisti una percentuale pari al 50% degli utili distribuibili risultanti da ognuno dei primi 15 bilanci annuali d'esercizio. Nel caso in cui l'utile distribuibile relativo ad un esercizio sia inferiore all'1% del capitale sociale, non si farà luogo ad alcuna distribuzione ma lo stesso sarà riportato a nuovo per essere distribuito con l'utile degli esercizi successivi, fino al raggiungimento della percentuale sopraindicata».

Di diversi avviso parrebbe P. SFAMENI, *Azioni di categoria...*, cit., 46 ss., ove riferimenti, che subordina l'ammissibilità di un diritto automatico al dividendo non solo all'approvazione del bilancio di esercizio ma anche alla mancata assunzione di una delibera orientata in senso diverso alla distribuzione.

patto leonino si pone per le ipotesi di *recesso convenzionale* e di “*riscatto obbligatorio*” (cioè che determina l’attribuzione al relativo titolare di una *put option* statutaria<sup>87</sup>) poiché in tali ipotesi si ritengono ammissibili – a mio modo di vedere correttamente, come si avrà modo di chiarire – criteri di liquidazione delle azioni totalmente disancorati da quelli legali, il che, almeno astrattamente, potrebbe condurre a privare il socio del diritto (o dell’“obbligo”) di partecipare agli incrementi (o ai decrementi) patrimoniali *medio tempore* intercorsi, e ciò in possibile violazione del divieto *de quo*.

Ad una attenta analisi tale potenziale interferenza sembrerebbe da escludere, almeno in talune ipotesi.

Quanto all’attribuzione di un valore di liquidazione *superiore* a quello effettivo, ad esempio un multiplo di quello scaturente dall’applicazione dei criteri legali di valorizzazione delle partecipazioni recedute, e così in relazione al profilo della potenziale esclusione dalle perdite, può dirsi infatti che fino alla verifica della causa di recesso convenzionale o del presupposto per l’esercizio del riscatto “obbligatorio”, l’azionista sarà soggetto al rischio, da un lato, di vedere la parte di capitale rappresentativa della propria partecipazione intaccata, o completamente erosa, dalle perdite, dall’altro, di assistere allo scioglimento volontario dell’ente<sup>88</sup>.

Quanto riferito dovrebbe risultare condivisibile specie considerando che secondo i più l’attivazione del diritto al disinvestimento non sembra esercitabile *ad nutum*, bensì necessariamente ancorato a delle «cause» o delle «condizioni» di esercizio; e dunque, fino alla verifica di tali presupposti il socio sarà esposto al rischio d’impresa<sup>89</sup>. Per vero, anche senza voler propendere per l’inammissibilità del recesso e del riscatto *ad libitum*, ad una medesima conclusione potrebbe giungersi ogniqualvolta, dal momento di introduzione del diritto al disinvestimento a quello del suo effettivo esercizio, decorra un certo lasso temporale<sup>90</sup> – la cui adeguatezza sarà da valutare in relazione al termine di durata dell’ente – nel corso del quale il titolare del re-

---

<sup>87</sup> Come si avrà modo di osservare nel capitolo seguente, è lecito dubitare che il “riscatto obbligatorio” rappresenti un istituto diverso dal recesso convenzionale o da un’opzione di vendita statutariamente prevista.

<sup>88</sup> In questi termini, con riferimento alle clausole di riscatto “obbligatorio”, L. CALVOSA, *L’emissione di azioni...*, cit., 198; S. PATRIARCA, *Le azioni di godimento*, Padova, 1992, 105 s.; P. SFAMENI, *Azioni di categoria...*, cit., 171; N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari...*, 324.

<sup>89</sup> L’orientamento maggioritario nega l’ammissibilità sia del recesso che del riscatto *ad nutum*. Sul punto v. *infra* Cap. III, rispettivamente nt. 41 e nt. 88.

<sup>90</sup> Sul punto, si v. P. SFAMENI, *Azioni di categoria...*, cit., 163 che, pur ammettendo il riscatto *ad nutum*, ritiene debba sottostare «almeno a determinate condizioni di tempo, quali la fissazione di un termine iniziale minimo e/o di un termine finale, ovvero di scadenze fisse o di periodi determinati». In tal senso risulta eloquente la disciplina spagnola, ove stabilisce che «*si el derecho de rescate se atribuye exclusivamente a la sociedad, no podrá ejercitarse antes de que transcurran tres años a contar desde la emisión*» (cfr. art. 500, comma terzo, LSC).



lativo diritto sarà esposto al rischio d'impresa, il che dovrebbe comunque comportare l'insussistenza del carattere della costanza dell'esclusione.

In relazione al profilo dell'esclusione dall'utile, in termini non dissimili può affermarsi che la monetizzazione dell'*exit* a valori *inferiori* a quelli legali non esclude di per sé che il socio abbia partecipato al risultato attivo fino al momento di abbandono della compagine, a meno che la decisione di disinvestire sia *ad libitum*, cioè rimessa esclusivamente alla libera determinazione del titolare del relativo diritto.

Peraltro, in ossequio al principio civilistico che inibisce dal *venire contra factum proprium*, la questione della privazione dall'utile non avrebbe poi ragione di porsi quando l'*exit*, come accade nelle ipotesi in analisi, consegue ad una scelta *volontaria* dell'investitore, nell'esercizio di prerogative che non trovano il proprio fondamento nella legge, bensì in una previsione di natura convenzionale<sup>91</sup>. Il mancato riconoscimento del diritto all'utile *medio tempore* prodotto – come accadrebbe ad esempio nel caso si riconoscesse al socio uscente il solo valore nominale della partecipazione – è circostanza della quale il socio non può dolersi proprio perché l'abbandono della compagine dipende da una sua discrezionale manifestazione di volontà. Del resto, qualora il criterio di valorizzazione sia ritenuto sconveniente dal titolare del diritto di recesso convenzionale o di riscatto "obbligatorio", egli potrà liberamente decidere, come è ben probabile che accada, di non avvalersi della possibilità di *exit* concessagli dallo statuto. Non può dunque obiettarsi che il socio patisce l'imposizione di una valorizzazione inferiore al *fair value* perché è egli stesso, esercitando la facoltà che lo statuto gli riconosce, ad accettare un criterio penalizzante, scenario evidentemente valutato dal titolare del relativo diritto più favorevolmente rispetto alla permanenza nella compagine. Tuttavia non può tacersi che tale argomento, pur dettato da ragioni di buon senso, mal si concilia con la *ratio* del divieto: se, come credo, essa è rinvenibile nella causa stessa del contratto di società a ben vedere non potrebbe essere l'assenso del socio ad escludere una potenziale interferenza con il divieto.

Pur nella consapevolezza della non definitività dell'argomento da ultimo riferito può affermarsi la compatibilità con il divieto del patto leonino delle clausole che riconoscono al socio uscente un valore premiale o deteriore rispetto a quello effettivo; previsioni che si tradurrebbero in un valido criterio di ripartizione non proporzionale dei diritti patrimoniali in sede di disinvestimento dalla società e non in una pattuizione leonina<sup>92</sup>.

---

<sup>91</sup> *Contra* R. SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni "redimibili" ...*, cit., 644 ss.

<sup>92</sup> Così P. SFAMENI, *Azioni di categoria...*, cit., 171, che richiama L.F. DEL POZO, *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, cit., 268 ss. Tuttavia, detto criterio non potrà essere congegnato in modo da far recuperare il valore dell'investimento perduto a causa di riduzioni pregresse del capitale o, in termini più generali, da determinare la sostanziale esclusione dalle perdite; previsioni, quest'ultime, che risulterebbero decisamente inconciliabili con il divieto *de quo*. In altri termini, la fissazione di criteri specificamente volti

Al contrario, un effettivo problema di compatibilità con il divieto sembrerebbe invece innegabile in altre ipotesi.

Innanzitutto, qualora il corrispettivo del disinvestimento sia determinato in modo tale da comportare la totale neutralizzazione degli utili o delle perdite *medio tempore* prodotti, dei quali il titolare del diritto al disinvestimento ha rispettivamente goduto o patito l'emersione. Vale a dire nelle ipotesi in cui valorizzazione delle azioni sia incrementata delle perdite o decurtata degli utili già maturati<sup>93</sup>. Tali configurazioni dei criteri di valorizzazione delle azioni oggetto di disinvestimento, determinano già *ex ante* quell'esclusione totale che il divieto mira a reprimere affinché la partecipazione sociale possa dirsi effettivamente tale.

Analogamente dovrebbe ritenersi confliggente con il divieto, la configurazione di clausole di recesso convenzionale o di riscatto "obbligatorio" *ad nutum* e in relazione alle quali il valore di liquidazione della partecipazione sia predeterminato *in misura fissa*. In tali ipotesi infatti, il titolare del diritto di *exit* avrebbe la possibilità di esercitare liberamente il proprio diritto, financo un istante prima delle deliberazioni aventi ad oggetto l'abbattimento del capitale sociale per perdite o lo scioglimento volontario dell'ente, di fatto sottraendosi alla sopportazione di ogni risultato negativo.

Riassumendo le conclusioni finora raggiunte, l'interferenza del divieto dovrebbe essere esclusa nel caso sussista un evento condizionante l'operatività del recesso convenzionale o del riscatto obbligatorio ovvero una durata tale dell'investimento azionario da esporre concretamente al rischio imprenditoriale il titolare del diritto di *exit* e, in ogni caso, l'assenza di criteri di valorizzazione finalizzati alla neutralizzazione dell'impatto negativo delle perdite o positivo degli utili.

Il medesimo problema di compatibilità con il divieto si pone qualora lo statuto contempra ipotesi convenzionali di *exit* unitamente ad altre clausole che regolino i diritti patrimoniali tipici della partecipazione sociale in modo da escludere con certezza la partecipazione medesima dalla sopportazione del risultato negativo. In tal senso, si pensi alla combinazione di una clausola di postergazione nelle perdite e di una clausola di recesso convenzionale, o di "riscatto obbligatorio", valorizzato anche in totale aderenza ai criteri legali, il cui evento legittimante consista nel verificarsi di un risultato negativo, di ammontare idoneo ad intaccare la parte di capitale sociale rappresentata dalle azioni postergate; ipotesi che non esiterei a ritenere in contrasto con l'art. 2265 c.c..

Se tali clausole fossero analizzate singolarmente difficilmente potrebbe scorgersi una violazione del divieto; esse rimarrebbero nulla più che una clausola di postergazione nelle perdite ed una clausola di recesso convenzionale, entrambe perfettamente lecite. Tuttavia, analizzando unitamente gli

---

a neutralizzare gli effetti delle perdite maturate prima del riscatto renderebbe in ogni caso incontestabile la natura leonina della clausola

<sup>93</sup> In questi termini è orientato anche P. SFAMENI, *Azioni di categoria...*, cit., 177.

effetti di tali pattuizioni, non può che emergere chiaramente quel risultato di esenzione dalle perdite sanzionato dal divieto. Il che induce a sottolineare che nelle ipotesi di combinazioni di clausole che regolano differenti aspetti patrimoniali della partecipazione sociale emergono criticità nell'analizzarne singolarmente la compatibilità con il patto leonino e conseguentemente risulta necessario vagliarle unitariamente, ossia considerando globalmente gli effetti da esse prodotti.

## 5. Le conseguenze della violazione.

Precisato l'ambito applicativo del divieto del patto leonino nel contesto delle società di capitali ed in relazione alle pattuizioni a rilevanza sociale, occorre ora valutare le conseguenze della sua violazione.

Sul punto, la dottrina è propensa a ritenere che la dichiarazione di nullità colpisca la singola partecipazione e, non avendo carattere retroattivo, sia destinata ad operare come «causa di recesso *ex lege* del socio»<sup>94</sup>, con la conseguenza che tale partecipazione «andrà liquidata sulla base della situazione esistente al momento in cui viene accertata la nullità del rapporto individuale»<sup>95</sup>.

L'orientamento, per quanto autorevolmente sostenuto, non merita di essere condiviso.

Innanzitutto, a tale lettura si oppone il principio di conservazione del contratto che induce non solo a rifiutare l'opinione secondo la quale l'accertamento del patto leonino possa riverberarsi sull'intero contratto sociale, determinandone la nullità totale, ma anche a respingere l'orientamento che ritiene affetta da nullità la singola partecipazione sociale invece che la singola clausola contrastante con l'art. 2265 c.c. In altri termini, il principio di conservazione del contratto imporrebbe all'interprete di verificare preliminarmente la possibilità di colmare il vuoto derivante dalla nullità parziale, ricorrendo ai criteri legali di integrazione del regolamento contrattuale.

Peraltro, anche il risultato al quale condurrebbe l'orientamento qui avverso convince della sua inadeguatezza.

Infatti, se l'effetto della nullità della pattuizione fosse quello di determinare l'*exit* del socio, quest'ultimo non potrebbe vedersi imputato l'utile (se già distribuito) o la perdita (se già ripianata) *medio tempore* occorsi, producendosi così l'effetto dell'estromissione dagli utili e dalle perdite che il divieto del patto leonino mira ad impedire.

Con un esempio potrebbe risultare agevole verificare quanto appena affermato: si ipotizzi una società a responsabilità limitata, contraddistinta da costanti risultati attivi, ma nella quale la partecipazione all'utile di un socio sia condizionata ad un determinato livello di redditività, in concreto irrealiz-

---

<sup>94</sup> N. ABRIANI, *Il divieto...*, cit., 113 che richiama A. GRAZIANI, *Diritto delle società*, cit. 237 ss..

<sup>95</sup> N. ABRIANI, *Il divieto...*, cit., 113.

zabile. Se la declaratoria di nullità desse luogo al recesso *ex lege* del socio, questi potrebbe recuperare esclusivamente il valore della propria partecipazione da calcolarsi al momento della declaratoria medesima ma non potrebbe giovare dell'utile dal quale era stato illegittimamente estromesso. L'orientamento suddetto finirebbe per pregiudicare il socio che, al contrario, l'art. 2265 c.c. vorrebbe proteggere.

Secondo l'opinione di chi scrive, quindi, la declaratoria di nullità non potrebbe colpire la partecipazione sociale *tout court* bensì la singola clausola statutaria che abbia l'effetto di esonerare tale partecipazione dagli utili o dalle perdite e che, dunque, dovrebbe essere sostituita dai criteri suppletivi di riparto enucleati dagli artt. 2350 e 2468 c.c., vale a dire dal principio di proporzionalità tra le prerogative patrimoniali e la misura della partecipazione.

Il socio di s.r.l. continuerebbe a far parte della compagine sociale e la misura della sua partecipazione agli utili e alle perdite, da cui era stato escluso per effetto della clausola leonina nulla, sarà regolata dal meccanismo legale, sussistente in assenza di diversa determinazione dei soci, e cioè la stretta proporzionalità all'entità della partecipazione sociale (*cf.* art. 2468, comma secondo, c.c.).

Salvo un necessario adattamento tipologico, lo stesso può dirsi con riferimento alla società anonima: l'azione, il cui regolamento delle prerogative patrimoniali contempla una clausola contrastante con il divieto *de quo*, si vedrà riconosciuta una partecipazione all'utile e alle perdite coerente con la misura del capitale sociale da essa rappresentata (*cf.* art. 2350 c.c.).

La declaratoria di nullità per violazione del patto leonino impone quindi il ritorno al principio di proporzionalità tra misura della partecipazione e misura dei diritti patrimoniali ad essa connessi.

Tuttavia, l'orientamento qui sostenuto si espone alla critica – per vero non insuperabile – secondo la quale la sostituzione delle singole clausole nulle potrebbe aver luogo solamente a favore di norme imperative e non meramente suppletive come quelle regolanti nelle società di capitali, e per vero anche nelle società di persone, la partecipazione al risultato<sup>96</sup>. Tale rilievo, peraltro, risulterebbe saldamente ancorato al tenore letterale dell'art. 1419, comma secondo, c.c. che inequivocabilmente sancisce la sostituzione della pattuizione nulla con un precetto legale inderogabile.

Cionondimeno, è emerso in dottrina un orientamento che avalla la sostituzione della clausola invalida con un precetto *derogabile*, ogniqualvolta la soluzione contraria – nel caso in esame, la nullità della partecipazione sociale stessa – vanificherebbe l'obiettivo perseguito dal legislatore col pre-

---

<sup>96</sup> Su tale argomento, pur mosso nel contesto delle società personali, si v. R. BOLLAFFI, *La società semplice. Contributo alla teoria delle società di persone*, Milano, 1947, 370.

scrivere la nullità<sup>97</sup>. In altri termini, tale orientamento ritiene che l'operatività dell'art. 1419, comma secondo, c.c. non sia condizionata dall'espressa previsione di una norma sostitutiva, la quale può desumersi anche dalla *ratio* della norma che dispone la nullità della clausola.

Da ultimo è necessario precisare che il carattere tassativo delle cause di nullità del contratto sociale enunciate dal primo comma dell'art. 2332 c.c., precluderà *in ogni caso* l'estensione dell'invalidità della singola partecipazione all'intero contratto sociale<sup>98</sup>, quand'anche la partecipazione leonina avesse carattere essenziale.

---

<sup>97</sup> M. CASELLA, *Nullità parziale del contratto e inserzione automatica di clausole*, Milano, 1974, 207 ss.; P. BARCELLONA, *Intervento statale e autonomia privata nella disciplina dei rapporti economici*, Milano, 1969, 170; S. RODOTÀ, *Le fonti di integrazione del contratto*, Milano, 1969, 34 ss.; E. ROPPO, *Nullità del contratto e giudizio di buona fede*, in *Riv. dir. civ.*, 1971, I, 718; G. DE NOVA, *Nullità relativa, nullità parziale e clausole vessatorie non specificatamente approvate per iscritto*, in *Riv. dir. civ.*, 1976, II, 486 ss.

<sup>98</sup> Per tutti, C. ANGELICI, *La società nulla*, Milano, 1975.



## CAPITOLO III

### IL DISINVESTIMENTO, FRA AUTONOMIA STATUTARIA E PRINCIPIO DI EQUA VALORIZZAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE

**SOMMARIO:** 1. Il disinvestimento e le sue declinazioni. 2. – Criteri di liquidazione delle azioni o quote nelle ipotesi legali e convenzionali di recesso. 3. – La valorizzazione delle azioni riscattabili e delle azioni redimibili. 4. – Esclusione del socio di s.r.l. e il rimborso della partecipazione. 5. – Le clausole di *drag along*. 5.1 – (*segue*) ... e il prezzo “subito” dal trascinato.

#### 1. Il disinvestimento e le sue declinazioni.

Qualsiasi impiego di ricchezza finalizzato all’ottenimento di un guadagno, operazione economica dalla quale non si discosta l’assunzione di partecipazioni in società di capitali, si articola strutturalmente in due distinti momenti logici e cronologici: quello iniziale della spesa – l’*investimento* – e quello finale del ricavo – il *disinvestimento*.

L’attenzione dedicata dal legislatore della riforma a questi momenti, chiaramente manifestata da molteplici indizi<sup>1</sup>, ha indotto gli interpreti ad avvalersi di tali categorie giuridiche, e ancor prima economiche, per analizzare il fenomeno societario<sup>2</sup>, significativamente sempre più spesso identificato quale organizzazione del finanziamento dell’impresa, concetto che coinvolge indistintamente il momento della *raccolta* e quello del *rimborso*.

In particolare, oltre che per l’ampliamento e la diversificazione delle modalità d’investimento societario, è emerso un crescente interesse verso i presupposti e le condizioni al verificarsi dei quali il socio ottiene – *ex lege* o in forza di una regola statutaria – la monetizzazione di tale investimento, ipotesi che testimoniano il carattere dinamico dell’interesse patrimoniale del socio, in quanto il valore dell’investimento non risulta cristallizzato stabilmente ma costituisce oggetto di costanti modificazioni nella dimensione evolutiva dell’attività di impresa<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> La moltiplicazione delle cause di recesso, il riconoscimento della legittimità del riscatto azionario, la previsione di correttivi ai limiti alla circolazione delle partecipazioni che de facto ne comportano l’intrasferibilità sono esempi lampanti di tale attenzione.

<sup>2</sup> Per vero, tale configurazione del fenomeno societario affonda le proprie radici in epoca antecedente alla riforma organica, contribuendo a costituire il contesto culturale in cui questa è stata elaborata. Si allude in particolare, a G. FERRI JR, *Investimento e conferimento*, cit., passim. L’utilizzo delle categorie giuridiche dell’*investimento* e del *disinvestimento* è oggi largamente diffusa in dottrina, come ad esempio testimonia il recente lavoro monografico di C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali...*, cit., passim.

<sup>3</sup> M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività d’impresa*, Milano, 2008, 123 ss.

Tale attenzione è dimostrata, sul piano linguistico, dal comune e costante ricorso al termine *exit*, espressione utilizzata per riferirsi sinteticamente a quella pluralità di situazioni giuridiche che determinano l'abbandono dell'organizzazione sociale da parte del socio, consentendo al medesimo di ottenere un valore a titolo di liquidazione della propria partecipazione<sup>4</sup>.

Discorrendo di *exit* del socio dalla società, il pensiero corre immediatamente all'istituto del *recesso*, cioè quel potere riconosciuto al socio – a fronte dell'assunzione da parte degli organi sociali di determinate decisioni organizzative, o del verificarsi di situazioni di fatto, idonee ad influire sulle condizioni di rischio dell'investimento<sup>5</sup> – di abbandonare la compagine ottenendo la liquidazione della propria partecipazione sociale secondo criteri di fonte legislativa.

Ma le posizioni giuridiche che possono annoverarsi nell'ampia categoria giuridica del disinvestimento non si limitano al potere di recesso, pur costituendone quest'ultimo l'ipotesi paradigmatica, fortemente valorizzata dal legislatore della riforma a fronte dell'espansione del principio maggioritario nell'alterazione del contenuto della partecipazione<sup>6</sup>, e tale da assurgere a vero e proprio strumento di dialettica endosocietaria<sup>7</sup>.

Del resto, che l'istituto del recesso rappresenti l'archetipo del disinvestimento emerge dalla circostanza che la sua disciplina, specie quella concernente il profilo della valorizzazione, è richiamata non solo in tema di azioni riscattabili, cioè assoggettate al «potere di riscatto da parte della società o dei soci», ma anche con riferimento alle vicende concernenti le limitazioni alla circolazione delle azioni, e precisamente in tema di mero gradimento nonché di vincoli al trasferimento *mortis causa*: la disciplina dell'art. 2437-ter c.c. è, infatti, ugualmente utilizzata nell'articolo 2437-sexies c.c., seppur nei limiti della compatibilità, e nell'art. 2355-bis c.c..

Un'omogeneità di criteri che risulta ancor più significativa – ingenerando la sensazione che si tratti di un principio generale dell'ordinamento societario – se si considera che anche nella società a responsabilità limitata la disciplina del recesso (art. 2473 c.c.), e in particolare i criteri valutativi

---

<sup>4</sup> C. ANGELICI, *La Riforma...*, cit., 85 ss.; L. DELLI PRISCOLI, *L'uscita volontaria del socio...*, cit., 1 ss.; C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali...*, cit., 2 ss..

<sup>5</sup> *Ex multis*, P. SPADA, *C'era una volta la società...*, in *Riv. not.*, 2004, 10; G. FERRI JR, *Investimento e conferimento*, cit., 160, per il quale «nelle ipotesi alle quali è ricollegato il diritto di recesso è possibile rinvenire la fissazione normativa dei limiti oltre il quale il socio, pur continuando a partecipare alla medesima società, finisce tuttavia per non partecipare più al medesimo investimento»; A. DENTAMARO, *Il diritto al disinvestimento nelle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 342; da ultimo, approfonditamente, C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali...*, cit., *passim*.

<sup>6</sup> G. MARASÀ, *Prime note sulle modifiche dell'atto costitutivo delle s.p.a. nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 142; V. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio...*, cit., 314; P. MARCHETTI, *La costituzione, i conferimenti e le modifiche all'atto costitutivo*, in *La riforma del diritto societario. Il parere dei tecnici*, a cura di A. Danovi, Milano, 2003, 120.

<sup>7</sup> C. ANGELICI, *La Riforma...*, cit., 85 ss.; M. STELLA RICHTER, *Diritto di recesso...*, cit., 403.



della partecipazione del recedente, vengono utilizzati in tema di esclusione del socio (art. 2473-*bis* c.c.) – fattispecie, salve le innegabili differenze tipologiche tra s.r.l. e s.p.a., sostanzialmente equiparabile al riscatto azionario con finalità sanzionatoria – e di limiti alla circolazione delle quote (art. 2469 c.c.)<sup>8</sup>.

E proprio in applicazione di tale supposto principio generale, si sostiene l'applicabilità dei criteri di determinazione del valore di liquidazione delle partecipazioni recedute in ipotesi ulteriori rispetto a quelle legislativamente contemplate.

È il caso delle clausole di *drag-along*, previsioni statutarie che, in ipotesi di vendita di partecipazioni sociali, stabiliscono l'obbligo dei soci diversi dall'alienante di vendere, contestualmente a questi, le partecipazioni da essi possedute, soggiacendo alle condizioni dell'operazione, e così anche al prezzo, concordati tra l'alienante e il terzo offerente; clausole ormai diffusissime che sono sostanzialmente finalizzate a ridurre comportamenti opportunistici dei soci nonché ad aumentare l'appetibilità dell'acquisto – in quanto potenzialmente totalitario – di partecipazioni sociali. Più precisamente, si è sostenuto che, in ossequio al principio di equa valorizzazione della partecipazione, il socio trascinato nella vendita non può “subire” un prezzo inferiore al valore che si vedrebbe riconosciuto in caso di riscatto o di esclusione e quindi, in definitiva, nell'ipotesi in cui esercitasse il diritto di recesso.

Similmente, si è sostenuto che tale principio troverebbe applicazione anche con riferimento alle azioni “redimibili”, categoria azionaria atipica il cui diritto diverso consisterebbe nella facoltà del titolare di trasferire, ad una certa scadenza o al verificarsi di determinate condizioni, le proprie azioni alla società o ad altri soci, fattispecie che, per alcuni profili, presenta forti assonanze con l'istituto del recesso convenzionale piuttosto che con quello del riscatto azionario.

Si noti, peraltro, che la tematica dell'*exit* abbraccia nella sua ampiezza anche le operazioni di scambio aventi ad oggetto partecipazioni sociali perché l'effetto che tale operazione produce è identico a quello delle ipotesi sopra accennate, cioè la dismissione della partecipazione e con essa la perdita della qualità di socio. Talmente significative sono le similitudini che non risulta isolato l'orientamento secondo il quale l'istituto del recesso avrebbe la funzione di strumento di liquidità, funzionale a soddisfare l'esigenza del socio di monetizzare l'investimento in contesti ove l'assenza di un mercato delle partecipazioni sociali preclude tale possibilità<sup>9</sup>. In questi termini è infatti spiegata la possibilità di prevedere cause convenzionali di recesso per le azionarie chiuse e per le società a responsabilità limitata, ove l'esigenza

---

<sup>8</sup> In questi termini, C. ANGELICI, *Fra «mercato» e «società»: a proposito di venture capital e drag-along*, in *Studi in memoria di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, 197, testo e nt. 41 e 42.

<sup>9</sup> Parlano dell'alternatività tra l'alienazione della quota ed il diritto di recesso, *ex multis*, C. ANGELICI, *La Riforma...*, cit., 85 ss.; M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione...*, cit., 360; A. DENTAMARO, *Il diritto al disinvestimento...*, cit., 444.

di prestabilire ipotesi ulteriori di liquidazione della partecipazione è fortemente avvertita perché il socio, a differenza di quanto accade nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, non può agevolmente uscire dalla società vendendo direttamente le proprie azioni sul mercato, e così conseguendo il valore del proprio investimento<sup>10</sup>. Tuttavia, nelle ipotesi delle operazioni di scambio, la dismissione della partecipazione e con essa la perdita della qualità di socio non dipende dall'esercizio di una prerogativa sociale, riconosciuta dalla legge o dallo statuto, e di conseguenza non è certamente richiesta dall'ordinamento una verifica di adeguatezza del prezzo che è e rimane «figlio del mercato»<sup>11</sup>, frutto della libera ed insindacabile determinazione delle parti, salva la rescindibilità del contratto per lesione *ultra dimidium*.

Con un buon grado di approssimazione, può dunque dirsi che il tema del disinvestimento evoca in generale quei meccanismi, di matrice *legale o convenzionale*, che hanno per effetto l'uscita, *volontaria o coattiva*, dalla compagine, unitamente al riconoscimento al socio di un valore monetario, individuato secondo determinati criteri legali o comunque, in assenza di una disciplina specifica, rinvenibili nel sistema.

Si tratta dunque di analizzare tali criteri di determinazione del valore di liquidazione della partecipazione nelle varie declinazioni del disinvestimento, al fine di individuare eventuali limiti sistematici nel derogarli, ove legislativamente stabiliti, ovvero, in caso contrario, nel delinearli statutariamente. E ciò al fine di verificare i confini entro i quali l'autonomia privata può muoversi nell'individuazione di meccanismi di ripartizione non proporzionale dei diritti patrimoniali nelle varie ipotesi di *exit* del socio dalla società.

## **2. Criteri di liquidazione delle azioni o quote nelle ipotesi legali e convenzionali di recesso.**

Oltre alla moltiplicazione delle cause che legittimano il recesso, l'altro elemento che ha determinato l'emancipazione dell'istituto dal ruolo asfittico riconosciutogli nel contesto ante riforma è certamente quello dei criteri di valutazione delle partecipazioni recedute.

Nella società per azioni, come noto, si è passati da un sistema nel quale il recesso era valorizzato considerando esclusivamente i dati di bilancio, e quindi sostanzialmente disincentivato per timore che risultassero pregiudicate le ragioni dei creditori sociali, ad un sistema nel quale il recesso prevede dei criteri di liquidazione delle azioni non più penalizzanti bensì tendenzialmente concorrenziali rispetto alla possibilità di vendere le stesse sul mercato. L'istanza di tutela dei creditori sociali, peraltro, non è del tutto

---

<sup>10</sup> Per tutti, C. ANGELICI, *La Riforma...*, cit., 85 ss.

<sup>11</sup> G. IUDICA, *Il prezzo nella vendita delle partecipazioni sociali*, in *Riv. soc.*, 1991, 757.

scomparsa ma è traslata dalla limitazione dei presupposti del recesso e dalla previsione di un criterio di liquidazione disincentivante, all'introduzione di un complesso procedimento di liquidazione finalizzato ad evitare, se non in ultima istanza, che il recesso impatti sulla consistenza patrimoniale della società. L'*iter* liquidatorio, infatti, si compone di varie fasi alle quali gli amministratori debbono necessariamente dar corso nell'ordine indicato dal legislatore, essendo il passaggio alla fase successiva esclusivamente giustificato dall'infruttuosità di quella precedente.

In particolare, con riferimento alle azioni non quotate, il valore non è più calcolato «in proporzione del patrimonio sociale risultante dal bilancio dell'ultimo esercizio», dovendosi invece tenere conto, come chiarito dall'art. 2437-*ter*, comma secondo, c.c., «della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni», espressioni che chiaramente evocano l'applicazione dei metodi valutativi elaborati dagli aziendalisti<sup>12</sup>.

Il criterio legale di valutazione delle azioni oggetto di recesso si affranca quindi dai valori di libro desumibili dell'ultimo bilancio approvato, referente la cui inadeguatezza era stata ripetutamente sottolineata in dottrina a ragione della potenziale obsolescenza di tali valori nonché della circostanza che essi risultavano generalmente sottostimati, in quanto individuati in applicazione del principio del «costo storico». Nel sistema vigente, invece, i dati contabili – emergenti da una situazione patrimoniale formata *ad hoc* dall'organo amministrativo<sup>13</sup> – divengono esclusivamente il punto di partenza non vincolante della valutazione, in quanto suscettibili di attualizzazione a «valori correnti» nonché di rettifiche in base a dati reddituali prospettici e, qualora esistenti, di mercato.

Più precisamente, i metodi *patrimoniali* individuano il valore del “capitale economico” muovendo dalle singole attività e passività ascrivibili alla società, opportunamente rivalutate rispetto ai valori di bilancio, fermo restando che le tecniche per operare tali rettifiche sono molteplici e differiscono, oltre che sulla base dell'appartenenza della singola voce al passivo o all'attivo di bilancio, in relazione alla natura del bene oggetto di (ri)valutazione. I metodi patrimoniali possono, o secondo taluni debbono, altresì tenere in debita considerazione il valore degli “intangibili” non iscritti in bilancio (quali, a titolo esemplificativo, l'avviamento<sup>14</sup>, il *know-how*, un *database* di potenziali clienti e via discorrendo).

---

<sup>12</sup> Nella lettura aziendalistica italiana, L. GUATRI – M. BINI, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, 2005; in quella internazionale, T. KOLLER – M. GOEDHART – D. WESSELS, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, New York, 2010.

<sup>13</sup> A. PACIELLO, *sub art. 2437 – 2437-sexies, cit.*, 1128, cui aderisce M. VENTURUZZO, *I criteri di valutazione...*, *cit.*, 369.

<sup>14</sup> L'avviamento rappresenta quel *plusvalore* o *minusvalore* – che esprime l'idoneità a produrre utili (*goodwill*) o perdite (*badwill*) – dell'azienda rispetto alla somma dei valori dei beni che la compongono e dunque, più propriamente, rientra nelle pro-

I metodi *reddituali*, invece, si basano sull'attualizzazione di un "flusso di reddito" prospettico – cioè che si suppone la società sia in grado di generare in un arco temporale ritenuto congruo – e normalizzato – cioè depurato dalle componenti straordinarie, o comunque difficilmente ripetibili, di reddito. Tali metodi si articolano su tre variabili fondamentali: la definizione del reddito rilevante, l'individuazione dell'arco temporale di riferimento e la determinazione del tasso di attualizzazione. Rinviano alla letteratura specialistica per l'approfondimento dei singoli aspetti tecnici che tali elementi sollevano, è comunque opportuno sottolineare che il legislatore parrebbe prediligere un metodo di valutazione *misto*, vale a dire basato su una media (aritmetica o ponderata) dei valori scaturenti dall'applicazione dei criteri patrimoniali e di quelli reddituali. La Relazione illustrativa al d.lgs. n. 6/2003 chiarisce, infatti, che le prospettive reddituali rappresentano un «correttivo della situazione patrimoniale», precisazione che induce a ritenere egualmente fondamentali la stima del valore del patrimonio sociale e la capacità della società di generare utili.

Infine, a tali metodi *indiretti* di valutazione – così definiti perché basati su deduzioni ritenute razionali, obiettive e neutrali – si contrappone quello *diretto* dell'«eventuale valore di mercato» delle azioni, discutendosi in dottrina se a tale elemento, da intendersi quale «eventuale presenza di prezzi di mercato», possa essere attribuita rilevanza esclusivamente in presenza di un mercato sufficientemente *liquido*, cioè caratterizzato da un volume di scambi significativo, ovvero anche nel caso sussistano sporadiche contrattazioni<sup>15</sup>.

Può dunque dirsi che il criterio legale di determinazione del valore di liquidazione delle azioni è improntato all'individuazione di un valore *effettivo e veritiero*, vale a dire «determinato in ragione di un procedimento razionale ed economicamente corretto»<sup>16</sup>. Indubbiamente gli amministratori potranno giovare di un certo margine di discrezionalità nella scelta del criterio da prediligere e del metodo di ponderazione tra i diversi criteri utilizzati, dovendo necessariamente tener conto delle specificità dell'attività sociale; tuttavia, per quanto ampia, trattasi in ogni caso di discrezionalità *tecnica*,

---

spettive reddituali della società, criterio che come già emerso deve essere utilizzato per la determinazione del valore delle partecipazioni recedute.

<sup>15</sup> Nel primo senso, M. CALLEGARI, *sub art. 2437 -2437-sexies*, cit., 1424 e M. STELLA RICHTER, *Diritto di recesso...*, cit., 411; nel secondo, M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione...*, cit., 380 ss., il quale precisa però come sia «evidente che ben altro rilievo ed importanza dovrà assumere tale parametro quando discende da una consistente serie di scambi di azioni, possibilmente recenti, che consentano di calcolare una media di prezzi significativa e, quindi, un valore "affidabile"; rispetto al caso nel quale esso derivi da sporadiche operazioni sulle azioni (al limite una sola)».

<sup>16</sup> Parlano di valore effettivo V. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio...*, cit., 314 M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione...*, cit., 367, al quale si deve la citazione nel testo; parlano invece di valore "reale", seppur in termini sostanzialmente analoghi, V. DI CATALDO, *Il recesso...*, cit., 234 ss.; P. PISCITELLO, *Recesso e esclusione...*, cit., 731.

funzionale al risultato che la norma si prefigge e cioè, si ribadisce, l'individuazione del *fair value* della (singola) partecipazione<sup>17</sup>.

Dopo aver stabilito i criteri di liquidazione delle azioni (quotate e non quotate) del socio recedente, l'art. 2437-ter, quarto comma, c.c. prevede la possibilità che lo statuto stabilisca «criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione» dovendo però il medesimo testo statutario indicare «gli elementi dell'attivo e del passivo del bilancio che possono essere rettificati rispetto ai valori risultanti dal bilancio, unitamente ai criteri di rettifica, nonché agli altri elementi suscettibili di valutazione patrimoniale da tenere in considerazione»<sup>18</sup>. La norma facoltizza un'alterazione dei criteri legali che, tuttavia, parrebbe letteralmente limitata alla possibilità di indicare specifici elementi dell'attivo e del passivo, o non risultanti dal bilancio, da rettificare. Si discute, quindi, se l'art. 2437-ter, quarto comma, c.c. enuclei gli unici correttivi ammessi ovvero se siano ammissibili deroghe ulteriori, letteralmente non contemplate dalla disposizione<sup>19</sup>. Alcuni degli studiosi che pro-

---

<sup>17</sup> La determinazione del valore deve avvenire con riferimento alla singola azione e non all'entità complessiva della partecipazione receduta, e quindi senza "premi" o "sconti", perché gli amministratori ignorano al momento della valutazione – che necessariamente precede l'esercizio del diritto di recesso – sia quali e quanti azionisti, e per quante azioni, eserciteranno il potere di *exit* sia perché il procedimento di liquidazione delle azioni è incompatibile con l'attribuzione di valori differenziati in ragione della consistenza della partecipazione sociale del recedente. In questi termini, G. DE NOVA, *Il diritto di recesso...*, cit., 335; M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione...*, cit., 404 ss.; C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali...*, cit., 142 s.; G. MARASÀ, *sub artt. 2437 – 2437-quinques*, cit., 796 nt. 83. *Contra*, V. DI CATALDO, *Il recesso...*, cit., 233. Ovviamente ciò non significa che, qualora il capitale della società sia suddiviso in categorie azionarie, gli amministratori non possano produrre valutazioni differenziate per ogni classe di partecipazioni; riterrei anzi che essi siano obbligati a procedere in tal senso ogniqualvolta il diritto diverso incorporato nell'azione – sia che esso abbia natura patrimoniale o amministrativa – sia caratterizzato da una certa significatività che possa in concreto riverberarsi sul valore della partecipazione.

<sup>18</sup> Peraltro, tale possibilità è oggi riconosciuta anche alle società le cui azioni sono quotare in mercati regolamentati. Infatti, a seguito della recente modifica dell'art. 2437-ter, terzo comma, c.c. – introdotta dal D.L. 24 giugno 2014, n. 91 convertito con modificazioni in L. 11 agosto 2014, n. 116 – se il valore di liquidazione delle azioni quotare continua ad essere determinato facendo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso, lo statuto può tuttavia prevedere che il valore di liquidazione sia determinato secondo i criteri indicati dai commi secondo e quarto dell'art. 2437-ter c.c., fermo restando che in ogni caso tale valore non può essere inferiore al valore che sarebbe dovuto in applicazione del criterio della media aritmetica. Scopo del legislatore – come chiarito nella *Relazione illustrativa* al D.L. – è, in generale, quello di rendere disponibile agli emittenti un correttivo al criterio della media aritmetica che «non sempre risulta idoneo al fine di una corretta e reale determinazione del valore delle azioni quotare» e, in particolare, quello di favorire l'investimento nelle *Special Purpose Acquisition Companies*. Al momento di attuazione della *business combination*, infatti, tali veicoli – contenenti esclusivamente cassa – sono soliti assumere l'oggetto sociale della società *target* dando così luogo alla facoltà di *exit* per il socio che non abbia concorso alla relativa deliberazione. Dal momento che la media dei prezzi di chiusura delle azioni della SPAC non sempre risulta coerente con l'ammontare della liquidità raccolta dalla medesima, ben si comprende la logica sottostante alla novella.

<sup>19</sup> Nel primo senso si sono espressi C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali...*, cit., 174 ss.; G. MARASÀ, *sub artt. 2437 – 2437-quinques*, cit., 797; A. PACIELLO, *Recesso da s.p.a., premio di maggioranza e sconto di minoranza*, in *Riv. dir. comm.*, 2013,

pendono per tale seconda lettura della norma – alla quale si attribuisce una funzione sostanzialmente *esemplificatrice* – hanno cura di precisare che la previsione di metodi valutativi diversi (ad esempio, quelli finanziari che determinano il valore di una azienda sulla base del valore attuale dei flussi di cassa che la medesima si presume possa generare negli esercizi futuri) deve essere comunque finalizzata alla miglior acquisizione di un valore veritiero e corretto, e cioè a consentire agli amministratori di avvalersi del metodo tecnicamente più idoneo al raggiungimento dell'emersione del *fair value*. In quest'ottica, i criteri statuari di valutazione sarebbero principalmente volti a limitare la discrezionalità tecnica degli amministratori, della quale gli stessi possono giovare, come già emerso, sia nella scelta del criterio legale di valorizzazione da preferire sia del peso da attribuire ad ognuno di essi nella ponderazione tra i medesimi.

Appurato che la finalità dell'art. 2437-ter c.c. è tendenzialmente quella di riconoscere al socio uscente un *valore di liquidazione equo*, se del caso prevedendo particolari correttivi statuari, si tratta di capire se gli spazi concessi all'autonomia statutaria in ciò si esauriscano. Altrimenti detto, occorre precisare se si possa stabilire statariamente la monetizzazione della partecipazione del recedente in misura più sconsigliata o più favorevole di quella che conseguirebbe all'applicazione dei soli criteri legali.

Sul punto, riscontra una certa convergenza di consensi l'orientamento che reputa legittimo configurare i criteri statuari di liquidazione in modo tale che riconoscano al recedente il recupero di un valore di liquidazione *inferiore* a quello equo che conseguirebbe dall'applicazione dei criteri legali purché tale previsione espliciti i suoi effetti esclusivamente in relazione alle cause *derogabili e convenzionali* di recesso, essendo preclusa tale possibilità per quelle *inderogabili* in base al divieto di cui all'art. 2437, ultimo comma, c.c. che commina la nullità ad «ogni patto volto a escludere o rendere più gravoso l'esercizio del diritto di recesso» in tali ipotesi<sup>20</sup>. Norma, quest'ultima, che secondo alcuni interpreti, consentirebbe però la modifica in senso *migliorativo* dei criteri legali di valutazione nelle ipotesi di recesso *inderogabile*<sup>21</sup>.

Per vero, si riscontrano anche opinioni differenti, precisamente divise tra chi, del tutto isolatamente, riconosce all'autonomia statutaria ampi spazi di manovra anche con riguardo alle cause di recesso *inderogabili*<sup>22</sup> e chi, al

---

II, 369 s.; nel secondo M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione...*, cit., 410; V. DI CATALDO, *Il recesso...*, cit., 236.

<sup>20</sup> In questi termini M. STELLA RICHTER, *Diritto di recesso...*, cit., 400; G. DE NOVA, *Il diritto di recesso...*, cit., 335; V. CALANDRA BUONAURO, *Il recesso del socio...*, cit., 314; D. GALLETTI, *sub art. 2437 – 2437-sexies*, cit., 1595; G. MARASÀ, *sub artt. 2437 – 2437-quinques*, cit., 797 nonché la Massima n. 74 del 22 novembre 2005 della Commissione Società del Consiglio notarile di Milano, consultabile *on line* al sito internet [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it).

<sup>21</sup> M. CALLEGARI, *sub art. 2437 -2437-sexies*, cit., 1426.

<sup>22</sup> G. GABRIELLI, *La disciplina del recesso nel nuovo diritto societario*, in *Studium juris*, 2004, 734; nello stesso senso sembra S. CARMIGNANI, *sub art. 2437 – 2437-sexies*, in

contrario, ritiene preclusa la possibilità di stabilire criteri penalizzanti o incentivanti *in ogni* ipotesi di recesso (inderogabile, derogabile o statutaria che sia)<sup>23</sup>.

Questa seconda linea interpretativa è sviluppata sulla base di differenti argomenti.

*In primo luogo*, si è sostenuto che «risulta piuttosto arbitraria la stessa distinzione tra regole di valutazione delle azioni «peggiorative» e «migliorative» rispetto a quelle legali» poiché «trattandosi per definizione di grandezze economiche variabili nel tempo, difficilmente la distinzione può essere operata con certezza *ex ante*, al momento in cui le deroghe statutarie sono introdotte, rispetto a quando i nuovi criteri saranno applicati»<sup>24</sup>.

*In secondo luogo*, si è affermato che «non è dato comprendere (neppure nei casi di recesso per clausola statutaria) come possa giustificarsi una liquidazione delle azioni che porti ad un risultato diverso (non importa se in più o in meno) rispetto al valore reale. Lo spostamento di ricchezza (in un senso o nell'altro) non avrebbe alcuna «causa». Né si comprende perché il socio dovrebbe «pagare» la fruizione di un diritto di recesso (anche se attribuitogli da una clausola statutaria e non direttamente dalla legge) attraverso una riduzione della somma da liquidare a suo favore. Lo statuto, infatti, potrebbe non prevedere una determinata causa di recesso; ma, se il programma sociale la prevede, non ha poi senso che la si «incentivi» o «disincentivi» proponendo regole «deformanti» (perché volte a conseguire risultati diversi dal valore reale) dei criteri di valutazione. Non ha senso, in definitiva, che nella stessa società vengano regole diverse di valutazione delle partecipazioni del socio che recede in ragione del fatto che la causa di recesso sia prevista dalla legge o solo dallo statuto»<sup>25</sup>.

Senonché della persuasività di simili considerazioni sembra potersi dubitare.

Innanzitutto, non convince appieno l'idea che non siano distinguibili criteri *migliorativi* e *peggiorativi*, se non altro perché, almeno in linea teorica, si potrebbe stabilire statutariamente che, una volta individuato il valore della partecipazione secondo i criteri legali, tale valore subisca un *incremento* o un *decremento* variamente quantificato, a seconda della tipologia di appartenenza della singola ipotesi di recesso, ovvero in base alla circostanza che il diritto di recesso statutario sia riconosciuto esclusivamente a determinate categorie azionarie, il che si tradurrebbe in un inequivoco meccanismo

---

*La riforma delle società. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 2003, 891.

<sup>23</sup> M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione...*, cit., 410 s.; V. DI CATALDO, *Il recesso...*, cit., 236 s.; C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali...*, cit., 203 ss.

<sup>24</sup> M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione...*, cit., 417 s., seguito da P. PISCITELLO, "Valore di disinvestimento" e tutela del recedente nelle società per azioni, in *Riv. soc.*, 2015, V, 857 ss.

<sup>25</sup> Il passo che per completezza si è riportato integralmente è di V. DI CATALDO, *Il recesso...*, cit., 237.

*incentivante o disincentivante*, già chiaramente identificabile *ex ante* al momento dell'astratta previsione statutaria<sup>26</sup>. Esemplificando, si potrebbe facilmente pensare al riconoscimento di un valore di liquidazione pari ad un multiplo del valore effettivo ovvero ad una frazione di esso.<sup>27</sup>

Appurato che, almeno in alcuni casi, è possibile configurare criteri *migliorativi* e *peggiorativi*, è necessario articolare l'analisi vagliando separatamente le due ipotesi e, all'occorrenza, distinguendo altresì tra cause inderogabili di recesso, da un lato, e cause derogabili e statutarie, dall'altro.

Quanto alle deroghe *in melius*, riterrei la possibilità percorribile *in relazione ad ogni tipologia di cause di recesso*.

A sostegno dell'opzione interpretativa qui sostenuta, è possibile, come poc'anzi accennato, argomentare a contrario dall'art. 2437, ultimo comma, c.c. che, vietando i patti che rendono *più gravoso* l'esercizio del recesso nelle ipotesi inderogabili di legge, pare implicitamente ammettere quelli che all'opposto lo rendono *meno gravoso*, tra i quali è da annoverarsi il riconoscimento di un *bonus* rispetto al valore effettivo delle azioni oggetto di recesso. Tale argomento, a maggior ragione, potrebbe valere a sostegno della derogabilità *in melius* dei criteri legali di valorizzazione con riferimento alle ipotesi di recesso derogabili e convenzionali, in relazione alle quali il legislatore non si cura di dettare alcuna disposizione volta a limitare l'autonomia statutaria.

Come già evidenziato nel capitolo precedente, non varrebbe poi obiettare che l'attribuzione di un valore della partecipazione superiore a quello effettivo possa condurre all'esonero delle perdite, e così alla violazione del divieto del patto leonino, perché il socio rimarrebbe in ogni caso esposto, oltre che alla possibilità che sia deliberato lo scioglimento volontario dell'ente, che precluderebbe *ex se* l'esercizio futuro del diritto di recesso, a quella che, prima dell'assunzione della delibera o della verifica dell'evento che legittimano il recesso, la società consegua un risultato negativo tale da determinare l'annullamento parziale o totale delle proprie partecipazioni, in conseguenza della riduzione obbligatoria del capitale sociale ai sensi degli artt. 2446 e 2447 c.c.. Diverso, come precedentemente messo in luce, sarebbe il caso del recesso convenzionale *ad nutum* con valore di liquidazione predeterminato in misura fissa o comunque in misura idonea a neutralizzare il rischio di sopportazione delle perdite, previsione che indubbiamente urterebbe con il disposto dell'art. 2265 c.c.

---

<sup>26</sup> Peraltro, la circostanza che almeno in talune ipotesi sia arduo individuare *ex ante* il risultato al quale condurrà il criterio derogatorio di quello legale non esclude che tale comparazione possa comunque essere effettuata successivamente, cioè al momento del concreto esercizio del diritto di *exit*.

<sup>27</sup> Casi ritenuti «tendenzialmente estremi» da M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione...*, cit., 417 s., nt. 257 e come tali dallo stesso non considerati nel sostenere l'arbitrarietà della distinzione tra regole di valutazione delle azioni peggiorative e migliorative rispetto a quelle legali.



Invero, l'argomento più robusto che parrebbe militare per l'inammissibilità di un criterio migliorativo è la potenziale lesione delle ragioni creditorie che da esso potrebbe scaturire<sup>28</sup> nell'eventualità in cui l'*iter* liquidatorio delle azioni oggetto di recesso non si arresti con l'acquisto delle medesime da parte degli altri soci o dei terzi. I creditori, infatti, potrebbero subire un depauperamento del patrimonio sociale – superiore a quello che patirebbero se le azioni oggetto di recesso fossero valorizzate secondo i criteri legali – derivante dall'acquisto delle medesime da parte della società o dalla riduzione del capitale finalizzata al loro rimborso; sviluppi secondari, ma indubbiamente possibili, del procedimento liquidatorio.

Tuttavia, in relazione alla possibilità che le azioni recedute siano acquistate dalla società ad un prezzo superiore a quello effettivo, può osservarsi che un potere di *voce* dei creditori sociali non è mai contemplato dall'ordinamento quando l'assemblea “opera” sulle poste di netto diverse dal capitale – nel caso di specie, gli utili distribuibili e le riserve disponibili, la cui esistenza è imprescindibile per procedere all'acquisto – e quindi non dovrebbe stupire l'assenza di una tutela specifica nella circostanza in esame<sup>29</sup>.

In riferimento all'ipotesi di riduzione del capitale sociale, può osservarsi invece che l'ordinamento riconosce ai creditori medesimi un adeguato strumento di tutela, vale a dire l'opposizione alla riduzione del capitale, il cui accoglimento determina lo scioglimento automatico della società e, secondo l'opinione che riterrei preferibile, la conseguente retrocessione delle ragioni del recedente rispetto a quelle dei *fixed claimants*. In proposito, infatti, non mi pare corretto obiettare che tale scioglimento, essendo *tardivo* rispetto a quello volontariamente deliberato dalla maggioranza ai sensi dell'art. 2437-*bis*, terzo comma<sup>30</sup>, c.c., sia inidoneo a mutare il ruolo di cre-

---

<sup>28</sup> Come affermano A. PACIELLO, *sub art. 2437 – 2437-sexies, cit.*, 1126; V. SALAFIA, *Statuti e riforma societaria: organizzazione, rapporti fra i soci, attività sociale, patti parasociali*, in *Soc.*, 2003, 414.

<sup>29</sup> Si intende dire che, alla luce delle norme vigenti, la salvaguardia dei creditori è legata *esclusivamente* alla tutela dell'integrità del capitale sociale mentre tale istanza non rileva qualora l'assemblea disponga di altre poste di netto distribuibili. L'inefficienza del limite qualitativo all'acquisto azioni proprie emerge considerando che, di regola, l'attenzione dei creditori si concentra sulla *solvibilità* della società debitrice che solo in parte dipende dall'entità del patrimonio netto. La dottrina aziendalista avverte, infatti, che detto limite trascura di considerare, da un punto di vista *patrimoniale*, il rapporto di indebitamento della società e, da un punto di vista *finanziario*, l'andamento dei flussi di cassa che si manifestano prima e dopo l'acquisto della società. In altri termini, l'assetto normativo dimostra di ignorare, da un lato, che la probabilità di soddisfare i creditori aumenta, a parità di condizioni, quando il rapporto di indebitamento è basso, dall'altro, che la presenza di utili distribuibili e di riserve disponibili non garantisce che si manifesti un flusso di cassa di pari importo. Su questi aspetti, e su alcune proposte di regolamentazione, P. SANTOSUOSSO, *Le azioni proprie nell'economia dell'impresa*, Milano, 2004, 282 ss.

<sup>30</sup> L'art. 2437-*bis*, terzo comma, c.c. non chiarisce il momento di decorrenza del termine di novanta giorni per la revoca della delibera che ha originato il diritto di recesso o per la delibera di scioglimento; momento che astrattamente potrebbe essere individuato dall'iscrizione della delibera nel registro imprese o dalla scadenza del termine per l'esercizio del diritto di recesso. Nel primo senso, V. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del*

ditore ormai acquisito dal recedente, come tale avente diritto a percepire *pari passu con gli altri creditori sociali* il valore di recesso a suo tempo individuato dagli amministratori<sup>31</sup>. Indubbiamente la questione è legata a doppio filo con quella dell'individuazione del "momento di efficacia del recesso"<sup>32</sup>,

---

socio..., cit., 308 s., nt. 33; L. DE ANGELIS, *Dichiarazione di recesso e credito per liquidazione della quota*, in *Soc.*, 2004, 1368 ss.; E. BONAVERA, *Dichiarazione di recesso e diritto di liquidazione della quota*, in *Soc.*, 2006, 55 ss.; nel secondo, A. PACIELLO, *sub art. 2437 – 2437-sexies*, cit., 1119; GALLETTI, *sub art. 2437 – 2437-sexies*, cit., 1550 ss.; M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione...*, cit., 359; V. DI CATALDO, *Il recesso...*, cit., 237.

<sup>31</sup> In questi termini, si esprimono F. CORSI, *Il momento di operatività del recesso nelle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 321 s.; V. DI CATALDO, *Il recesso...*, cit., 247; M. PERRINO, *Il recesso del socio...*, cit., 1464, i quali, come emergerà alla nota successiva, propongono ricostruzioni differenti – ma sul punto perfettamente allineate – circa il momento di efficacia del recesso.

<sup>32</sup> Tale problematica è fortemente dibattuta sia in dottrina che in giurisprudenza, potendosi in linea di massima individuare tre distinti orientamenti. Un primo orientamento individua il momento di efficacia del recesso nella ricezione da parte della società della relativa *dichiarazione* in coerenza con il carattere unilaterale e recettizio della medesima, e così con il principio civilistico stabilito dall'art. 1334 c.c.. La teoria dell'efficacia immediata è altresì motivata ponendo mente all'articolo 2437-bis, secondo comma, c.c. che impone per le azioni oggetto di recesso, il divieto di cessione e l'obbligo di deposito presso la sede sociale, il che proverebbe l'inibizione immediata dei diritti sociali che dal possesso di azioni dipendono. Inoltre, a sostegno di tale lettura si invoca l'art. 2437-bis, terzo comma, c.c. che parrebbe configurare la revoca della delibera che ha legittimato il recesso o la delibera di scioglimento volontario, purché adottate nel termine ivi previsto, quale condizione risolutiva del recesso, che originariamente sarebbe dunque pienamente efficace. Da ultimo, un ulteriore indice normativo a sostegno dell'efficacia immediata del recesso sarebbe rappresentato dall'art. 2532 c.c. che stabilendo una regola puntuale per individuare il momento di efficacia del recesso in tema di società cooperative – la «comunicazione del provvedimento di accoglimento della domanda» – derogherebbe la supposta regola generale dell'efficacia immediata. A favore di tale orientamento si esprimono, in dottrina, M. MALTONI, *Il recesso e l'esclusione...*, cit., 311; F. CORSI, *Il momento di operatività del recesso...*, cit., 317 ss.; V. SALAFIA, *Il recesso del socio e l'impugnazione della delibera che lo giustifica*, in *Soc.*, 2011, 789 ss.; G.A.M. TRIMARCHI, *Il recesso del socio dai tipi societari capitalistici e applicativi notarili*, in *Studi e materiali*, 2012, 525 ss. e, soprattutto, M. PERRINO, *Il recesso del socio...*, cit., *passim*, ove ulteriori riferimenti in nt. 11; in giurisprudenza, T. Roma, 11 maggio 2005, in *Vita not.*, 2006, 323; T. Napoli, 11 gennaio 2011, in *Soc.*, 2011, 1152 s.. A sostegno dell'efficacia del recesso in coincidenza con il momento di liquidazione della partecipazione si esprimono, invece, A. PACIELLO, *sub art. 2437 – 2437-sexies*, cit., 1121, sulla base dell'argomento che tale teoria meglio realizza l'interesse del socio perché comporta il riconoscimento *medio tempore* dei diritti sociali; G. ZANARONE, *sub art. 2473*, in *Della società a responsabilità limitata. Il codice civile. Commentario* fondato e diretto da P. Schlesinger e continuato da F.D. Busnelli, t. I, Milano, 2010, 821 e P. REVIGLIONE, *Il recesso...*, cit., 365 i quali sottolineano che il recesso del socio può risolversi nell'acquisto della partecipazione di costui da parte degli altri soci o di un terzo, circostanza che presuppone la titolarità della partecipazione in capo al recedente fino al momento del trasferimento. Altri autori propendono invece per una soluzione intermedia: V. DI CATALDO, *Il recesso...*, cit., 252 ss. e F. DI SABATO, *Diritto delle società*, a cura di A. Blandini, Milano, 2011, 464, ritengono che il recesso espliciti la propria efficacia solo decorso il termine di cui all'art. 2437-bis, terzo comma, c.c., vale a dire trascorsi novanta giorni dall'assunzione della delibera o dall'accadimento dell'evento che lo legittima; mentre V. CALANDRA BUONAUORA, *Il recesso del socio...*, cit., 296 distingue il caso in cui la società sia dotata di utili distribuibili e riserve disponibili all'acquisto dal caso in cui dette poste non sussistano, individuando rispettivamente il momento *de qua*, alla scadenza dei centottanta giorni dalla comunicazione del recesso e al momento in cui la deliberazione di riduzione del capitale sociale diviene eseguibile, a seguito della mancata opposizione dei creditori sociali. Variamente richiamata sul punto è la posizione della giurisprudenza di legittimità: si v. Cass., 19 marzo 2004, n. 5548, in *Soc.*, 2004, 711 secondo la quale da un lato «il recesso del socio da

o forse più propriamente dell'individuazione del momento in cui il recedente cessa di essere socio<sup>33</sup>, tuttavia, a prescindere dall'orientamento preferito sul punto, appare arduo affermare che qualora l'opposizione dei creditori comporti lo scioglimento della società – evidentemente originato dalla mancanza di risorse di quest'ultima – la posizione del recedente sia totalmente equiordinata rispetto a quella di tutti gli altri creditori, se non altro perché ciò parrebbe collidere con i principi generali che governano la fase di liquidazione della società. Al fine di contemperare l'interesse dei creditori sociali con quello del recedente, potrebbe al più sostenersi che a quest'ultimo debba essere riconosciuta una quota del patrimonio netto di liquidazione – quindi una quota del patrimonio residuante al pagamento dei creditori – almeno pari al valore della stima<sup>34</sup>. In altri termini, il recedente, pur subendo una retrocessione rispetto ai creditori sociali, potrebbe veder favorito il proprio rimborso rispetto a quello degli altri soci.

Gli spazi di manovra dell'autonomia statutaria appaiono invece più limitati qualora si intenda riconoscere al socio che esercita il diritto di recesso un valore *inferiore* rispetto a quello emergente dall'applicazione dei criteri legali.

Con riferimento alle ipotesi inderogabili di recesso, infatti, la strada sembra inesorabilmente ostruita dall'ultimo comma dell'art. 2437 c.c..

Quanto alle ipotesi derogabili e convenzionali di recesso, invece, non paiono sussistere vincoli particolari. Innanzitutto, non vengono in rilievo particolari istanze di tutela del ceto creditorio: se l'ordinamento consente (alle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio) la previsione statutaria di «ulteriori cause di recesso», la monetizzazione di tale ipotesi di *exit* a valori inferiori a quelli legali costituisce un vantaggio per i creditori che potenzialmente vedranno intaccato il patrimonio sociale in misura meno incisiva di quanto dovrebbe accadere in forza del richiamo dei criteri legali di liquidazione. Il che, peraltro, costituisce un vantaggio anche per i soci non recedenti sia nell'ipotesi in cui si giunga effettivamente ad una riduzione del capitale sociale sia nel caso in cui l'*iter* liquidatorio si arresti al primo o al terzo *step* contemplato dalla legge, potendo i soci superstiti beneficiare dell'acquisto delle partecipazioni recedute, o indirettamente giovare dall'acquisto delle medesime da parte della società, ad un prezzo inferiore rispetto a quello equo.

---

una società è negozio unilaterale recettizio, destinato a perfezionarsi ed a produrre i propri effetti sin dal momento in cui la dichiarazione che lo esprime sia pervenuta nella sfera di conoscenza della società destinataria» e dall'altro risulterebbe «condivisibile l'opinione di chi reputa perdurante la qualità di socio del receduto fino al momento in cui sia concluso il procedimento di liquidazione e il rimborso della quota».

<sup>33</sup> Interrogarsi sul momento di efficacia del recesso pare trascurare che il recesso individua fondamentalmente un procedimento suddiviso in diverse fasi, ad ognuna delle quali sono connessi determinati effetti.

<sup>34</sup> Così si esprimono, per la s.p.a., D. GALLETTI, *sub art. 2437 – 2437-sexies, cit.*, 1557 P. SFAMENI, *Azioni di categoria...*, *cit.*, 168; e per la s.r.l., G. ZANARONE, *sub art. 2473, cit.*, 777.

Del resto, la legittimità di tale previsione è sostenibile, oltre che in base all'argomento letterale rinvenibile all'art. 2437, ultimo comma c.c., con un argomento di ordine *logico*: la previsione di un'ipotesi di recesso convenzionale – come tale ulteriore a quelle inderogabili individuate a monte dal legislatore a ragione dell'incisività della mutazione delle condizioni di rischio dell'investimento che promanano dalla delibera o dell'evento che ne legittimano l'esercizio – è governata dall'autonomia statutaria, e dunque non è chiaro perché si dovrebbe concludere che il prezzo della cessione o l'ammontare del rimborso siano invece amministrati dalla legge. In altre parole, non pare ardito ritenere che se all'autonomia statutaria è rimesso l'*an* del recesso, possa esserle assegnata anche la determinazione del *quantum*<sup>35</sup>.

Si ritiene quindi ammissibile *un trade off tra la moltiplicazione delle cause convenzionali di recesso e la riduzione della valorizzazione delle azioni recedute* in forza della verifica di tali cause.

Peraltro, la previsione di un valore di liquidazione iniquo comporta esclusivamente l'improbabilità dell'esercizio del diritto, a meno che il socio nella libertà delle proprie determinazioni valuti più conveniente l'*exit* ad valore inferiore a quello *fair* in luogo della permanenza nella compagine.

Le ragioni di una tale previsione si colgono ancor più nitidamente considerando che il recesso convenzionale potrebbe essere riconosciuto esclusivamente a determinate categorie azionarie, in aggiunta ad ulteriori «diritti diversi» ovvero quale unica prerogativa idonea alla creazione della categoria azionaria medesima<sup>36</sup>. In tale ipotesi – come, peraltro, in tutte quelle in cui si addivene alla previsione di meccanismi che determinano l'attribuzione non proporzionale di diritti sociali patrimoniali – le ragioni dello spostamento patrimoniale sono da rinvenire nella finalità di raccogliere ulteriore capitale di rischio, mediante la predisposizione di classi di partecipazioni delineate in coerenza con le esigenze del potenziale investitore e dei membri della compagine. La lettura proposta, in sostanza, permette di giungere alla conclusione che non possa eccepirsi l'insussistenza di una «causa» idonea a giustificare lo spostamento di ricchezza perché essa può essere individuata nei motivi esterni, endo-societari piuttosto che etero-societari, che hanno, di volta in volta, determinato i soci a giungere a tale assetto organizzativo.

Pare altresì a chi scrive che la previsione di una valorizzazione dete-riore rispetto ai criteri legali nelle ipotesi di recesso convenzionale non sia idonea, come da taluno ritenuto<sup>37</sup>, a snaturare la *ratio* dell'istituto che anche

---

<sup>35</sup> Oltre che del *quomodo* della liquidazione. Senza esitazioni riterrei, infatti, che la liquidazione possa essere prevista esclusivamente in natura, esemplificativamente mediante l'attribuzione di partecipazioni detenute in portafoglio dalla società o di altri beni sociali.

<sup>36</sup> Ipotesi ammessa da M. STELLA RICHTER, *Diritto di recesso...*, cit., 394, M. NOTARI, *Le categorie speciali...*, cit., 602.

<sup>37</sup> Si allude a C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali...*, cit., 201 s., ove l'affermazione secondo cui «poiché l'introduzione di nuovi casi di recesso è funzionale ad estenderne la sfera applicativa dell'istituto nel rispetto della sua *ratio*, non è legittima

in tale ipotesi continua ad essere individuata nel potere di reazione ad una variazione delle condizioni di rischio dell'investimento – evidentemente non ritenuta così significativa dal legislatore ma ciò nonostante – ritenuta inaccettabile dal recedente.

Infine, in senso opposto all'orientamento qui sostenuto, non sembra dirimente eccepire che il riconoscimento di un valore inferiore a quello effettivo potrebbe determinare l'esclusione del recedente dagli utili, e così violare il divieto del patto leonino; infatti, non può negarsi con certezza che fino all'esercizio del diritto convenzionale di recesso l'azione abbia partecipato all'utile, il che escluderebbe il carattere della costanza dell'estromissione dal risultato attivo la cui sussistenza è ritenuta necessaria per la violazione del divieto *de quo*.

Anche nella società a responsabilità limitata i temi del recesso e della sua valorizzazione catturano l'interesse degli studiosi; l'istituto, per vero, assume una valenza particolarmente significativa in un tipo, come quello in analisi, dove la negoziabilità sul mercato della partecipazione è più ardua di quanto accade nell'azionaria<sup>38</sup>, tant'è vero che solo nella s.r.l. si consente al socio di abbandonare la compagine a fronte di *ogni operazione straordinaria* nonché a fronte di decisioni che solo indirettamente determinano l'alterazione («rilevante» o «sostanziale») di alcuni profili dell'atto costitutivo, pur senza modificarlo formalmente<sup>39</sup>. Ed in quest'ottica può essere spiegata la diffusa tendenza a ritenere applicabili analogicamente alla s.r.l. le cause di recesso previste esclusivamente per la s.p.a.<sup>40</sup>

L'*incipit* dell'art. 2473 c.c. stabilisce che «l'atto costitutivo determina [*i.e.*, può determinare] quando il socio può recedere dalla società e le relative modalità», chiarendo immediatamente che la modulazione dell'istituto è largamente rimessa all'autonomia statutaria, oltre che per la determinazione delle ipotesi di recesso ulteriori rispetto a quelle legali<sup>41</sup>, subito appresso in-

---

l'adozione di criteri di calcolo della quota di liquidazione che si pongono in contrasto con la medesima».

<sup>38</sup> P. REVIGLIONE, *Il recesso...*, cit., 11 s.; G. ZANARONE, *sub art. 2473*, cit., 777.

<sup>39</sup> G. ZANARONE, *sub art. 2473*, cit., 777.

<sup>40</sup> Per tutti, G. ZANARONE, *sub art. 2473*, cit., 802 ss., spec. 805.

<sup>41</sup> L'avverbio "quando" è generalmente interpretato come sinonimo di "quale ipotesi" e non di "in quale momento". Intendendo la norma in tale senso, la dottrina maggioritaria nega che nella s.r.l. contratta a tempo determinato sia consentito prevedere la possibilità di un recesso discrezionale, *ad nutum*. In tal senso, si esprimono A. NIGRO, *La società a responsabilità limitata nel nuovo diritto societario*, in *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, a cura di V. Santoro, Torino, 2003, 14 s.; A. DACCÒ, *Il diritto di recesso: limiti dell'istituto e limiti all'autonomia privata nella società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 484 ss.; L. DELLI PRISCOLI, *L'uscita volontaria del socio...*, cit., 132 ss.; O. CAGNASSO, *La società...*, cit., 168; P. PISCITELLO, *Recesso e esclusione...*, cit., 729 s.; P. REVIGLIONE, *Il recesso...*, cit., 17 ss.; G. ZANARONE, *sub art. 2473*, cit., 780 s.; M. CERA, *sub art. 2473. Le clausole statutarie che determinano il diritto di recesso del socio*, in *S.r.l. Commentario*, dedicato a G.B. Portale, a cura di A.A. Dolmetta e G. Presti, Milano, 2011, 467 ss. *Contra*, valorizzando la differenza testuale fra l'art. 2437 – che richiede la specificazione statutaria di «ulteriori cause» – e l'art. 2473 c.c. – che si limita a prevedere la possibilità che l'atto costitutivo stabilisca «quando il socio può recedere dalla società», F. ANNUNZIATA, *sub art. 2473*, in *Società a responsabilità limitata*, a cura di L.A.

dividuate dalla norma, anche nell'individuazione di termini e modalità di esercizio del medesimo. L'autonomia statutaria assurge quindi a «fonte primaria» per l'individuazione della fattispecie ma anche della relativa disciplina; annotazione non marginale giacché fornisce una chiave di lettura della questioni problematiche che saranno di seguito analizzate<sup>42</sup>.

La valorizzazione della partecipazione oggetto di recesso – stabilisce il terzo comma della disposizione in analisi – è determinata «in proporzione del patrimonio sociale [...] tenendo conto del suo valore di mercato al momento della dichiarazione» di esercizio del diritto<sup>43</sup>.

Così come nella s.p.a., anche nella s.r.l. il legislatore abbandona quale parametro di riferimento per la monetizzazione della partecipazione receduta le risultanze dell'ultimo bilancio di esercizio approvato, a favore della

---

Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 504 ss.; M. STELLA RICHTER, *Diritto di recesso...*, cit., 404 s., che coerentemente ammette la figura per il “tipo superiore”. La medesima questione si pone con riferimento alla società per azioni; si esprimono per l'inammissibilità del recesso *ad nutum* in tale tipo societario sulla base dell'argomento della necessaria previsione di «ulteriori cause» G. GABRIELLI, *La disciplina del recesso...*, cit., 731; V. CALANDRA BUONAUURA, *Il recesso del socio...*, cit., 303; M. STELLA RICHTER, *Diritto di recesso...*, cit., 395; V. DI CATALDO, *Il recesso...*, cit., 232; G. MARASÀ, *sub artt. 2437 – 2437-quinques*, cit., 790; per l'ammissibilità della figura, invece, A. PACIELLO, *sub art. 2437 – 2437-sexies*, cit., 1117; S. CARMIGNANI, *sub art. 2437 – 2437-sexies*, cit., 882; G. DE NOVA, *Il diritto di recesso...*, cit., 333 seppur in termini dubitativi e svalutando l'argomento più ricorrente tra i sostenitori dell'orientamento positivo, vale a dire la circostanza che essendo il recesso *ad nutum* previsto per le società a tempo indeterminato potrebbe esserlo anche in quelle a tempo determinato. Ammettono indiscriminatamente il recesso *ad nutum* M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione...*, cit., 338 ss.; Massima n. 74 del 22 novembre 2005 della Commissione Società del Consiglio notarile di Milano, cit.; in senso diametralmente opposto, A. TOFFOLETTO, *L'autonomia privata e i suoi limiti nel recesso convenzionale del socio di società di capitali*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 370 ss. Simile problematica è quella dell'ammissibilità del recesso *per giusta causa*, ipotesi meno delicata del recesso *ad nutum* giacché la causa di recesso, anche se del pari non determinata precisamente, risulterebbe *determinabile a posteriori*. A favore della sua ammissibilità si esprime la dottrina maggioritaria M. VENTORUZZO, *Recesso da società a responsabilità limitata e valutazione della partecipazione del socio recedente*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2005, II, 450; M. STELLA RICHTER, *Diritto di recesso...*, cit., 404; O. CAGNASSO, *La società...*, cit., 167 s.; P. PISCITELLO, *Recesso e esclusione...*, cit., 729; V. CALANDRA BUONAUURA, *Il recesso del socio...*, cit., 304; F. ANNUNZIATA, *sub art. 2473*, cit., 502 ss.; Massima n. 74 del 22 novembre 2005 della Commissione Società del Consiglio notarile di Milano, cit.; *contra* A. DACCÒ, *Il diritto di recesso: limiti dell'istituto...*, cit., 484; P. REVIGLIONE, *Il recesso...*, cit., 46 ss.; G. ZANARONE, *sub art. 2473*, cit., 782 s..

<sup>42</sup> E che, ad esempio, consente di affermare la legittimità di un “diritto particolare di recesso convenzionale”. In questo senso, A. DACCÒ, *Il diritto di recesso: limiti dell'istituto...*, cit., 489 ss.; M. STELLA RICHTER, *Diritto di recesso...*, cit., 405; L. ENRIQUES - S. SCIOLLA - A. VAUDANO, *Il recesso del socio di s.r.l.: una mina vagante nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 764; M. VENTORUZZO, *Recesso da società a responsabilità limitata...*, cit., 450 ss.; P. PISCITELLO, *Recesso e esclusione...*, cit., 730; P. REVIGLIONE, *Il recesso...*, cit., 185 ss.; F. MAGLIULO, *Il recesso e l'esclusione*, in AA.VV., *La riforma delle s.r.l.*, Milano, 2007, 272 s.; F. ANNUNZIATA, *sub art. 2473*, cit., 508; G. ZANARONE, *sub art. 2473*, cit., 784, nt. 17.

<sup>43</sup> La locuzione “in proporzione” pare escludere la legittimità di “premi” o “sconti” dipendenti dall'entità della partecipazione receduta; così P.M. IOVENITTI, *Il nuovo diritto di recesso: aspetti valutativi*, in *Riv. soc.*, 2005, 485; G.B. PORTALE – A. DACCÒ, *Criteri e modalità «penalizzanti» per il recesso del socio di minoranza nella società a responsabilità limitata*, in *RDS*, 2009, I, 27.

predisposizione di una situazione patrimoniale infra-annuale, aggiornata al momento della dichiarazione di recesso, discutendosi invece se tale momento debba essere individuato nella spedizione della dichiarazione ovvero nella ricezione della stessa da parte della società<sup>44</sup>.

Quanto al riferimento al «patrimonio sociale», possono riproporsi le considerazioni svolte poc'anzi con riferimento al criterio della «consistenza patrimoniale» e dunque la necessità di partire dai valori emergenti dalla situazione contabile all'uopo predisposta, rettificando il valori delle poste attive e passive a valori correnti e considerando altresì il valore degli intangibili di bilancio (e così anche dell'avviamento, e cioè delle prospettive reddituali dell'impresa<sup>45</sup>).

Individuato il valore del patrimonio sociale, in proporzione al quale è individuato il valore della partecipazione oggetto di recesso, occorrerà poi tenere conto del «suo valore di mercato», ove non risulta d'immediata evidenza a cosa si riferisca l'aggettivo possessivo «suo». La non chiarissima formulazione della norma in commento, si espone, infatti, a differenti interpretazioni: secondo una prima lettura – aderente al dato normativo – la locuzione dovrebbe intendersi riferita al patrimonio sociale<sup>46</sup>; per una diversa impostazione, invece, essa alluderebbe alla partecipazione del socio recedente<sup>47</sup>.

Chi propende per la questa seconda lettura ha però cura di precisare che, proprio in considerazione dell'improbabile esistenza di un mercato delle partecipazioni nelle s.r.l., il valore della partecipazione receduta dovrebbe essere identificato in proporzione al valore effettivo del patrimonio sociale<sup>48</sup>. Tale opzione interpretativa non convince appieno poiché, a differenza

---

<sup>44</sup> Nel primo senso, G. ZANARONE, *sub art. 2473, cit.*, 828 s., nt. 126; nel secondo, la dottrina maggioritaria: O. CAGNASSO, *La società...*, *cit.*, 168; M. VENTORUZZO, *Recesso da società a responsabilità limitata...*, *cit.*, 467; P. REVIGLIONE, *Il recesso...*, *cit.*, 387; D. GALLETTI, *sub art. 2473 -2473-bis, cit.*, 1011.

<sup>45</sup> D. GALLETTI, *sub art. 2473 -2473-bis, cit.*, 1911; M. VENTORUZZO, *Recesso da società a responsabilità limitata...*, *cit.*, 442; P. REVIGLIONE, *Il recesso...*, *cit.*, 376; F. MAGLIULO, *Il recesso e l'esclusione, cit.*, 280; G. ZANARONE, *sub art. 2473, cit.*, 829. È ciò dovrebbe consentire di giungere ad una valorizzazione equa della partecipazione anche nelle società a responsabilità limitata contraddistinte da un patrimonio non significativo che, peraltro, almeno statisticamente, sono la maggioranza.

<sup>46</sup> In questi termini, M. STELLA RICHTER, *Diritto di recesso...*, *cit.*, 411, nt. 69; S. MASTURZI, *Riflessi finanziari e patrimoniali del recesso del socio*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di C. Montagnani, Milano, 2004, 143; O. CAGNASSO, *La società...*, *cit.*, 167; P. REVIGLIONE, *Il recesso...*, *cit.*, 374; F. ANNUNZIATA, *sub art. 2473, cit.*, 520.

<sup>47</sup> R. RORDORF, *Il recesso del socio di società di capitali: prime osservazioni dopo la riforma*, in *Soc.*, 2003, 929; P. PISCITELLO, *Recesso e esclusione...*, *cit.*, 731; in giurisprudenza T. Lucca, 11 gennaio 2005, consultabile online al sito internet [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it). In questo senso è orientata la *Relazione* illustrativa al d.lgs. 17 gennaio 2003 n. 6, ove, al § 11, dopo essersi dato atto «che in società come quella a responsabilità limitata la partecipazione del socio è ben difficilmente negoziabile sul mercato» si legge che «la disciplina dettata dal terzo comma dell'art. 2473 [...] tende ad assicurare che la misura della liquidazione della partecipazione avvenga nel modo più aderente possibile al suo valore di mercato». La contraddittorietà delle affermazioni porta però a sminuire l'indicazione.

<sup>48</sup> P. PISCITELLO, *Recesso e esclusione...*, *cit.*, 731.

di quanto previsto per la s.p.a., il legislatore non chiarisce che del valore di mercato dovrà tenersi conto solo nell'eventualità in cui questo effettivamente sussista<sup>49</sup>, circostanza che lascia indubbiamente perplessi proprio considerando che, secondo l'*id quod plerumque accidit*, un mercato delle partecipazioni della s.r.l. difficilmente sarà rinvenibile.

Per vero, anche la prima lettura si espone a delle criticità interpretative: il concetto di «valore di mercato...del patrimonio sociale», da un lato, risulta sconosciuto nella tecnica valutativa, dall'altro, risulta altrettanto evanescente, a causa dell'assenza di un mercato dei patrimoni sociali delle imprese<sup>50</sup>.

Peraltro le due soluzioni potrebbero condurre a risultati non coincidenti: un conto, infatti, è stimare il patrimonio sociale in funzione dei singoli beni che lo compongono e da esso desumere proporzionalmente il valore della partecipazione, altro è determinare direttamente il valore di questa tenendo conto di eventuali alienazioni e dei relativi corrispettivi. Tuttavia, è opportuno chiarire che la questione non deve essere eccessivamente enfatizzata, in quanto tra valore del patrimonio sociale e valore delle singole partecipazioni esiste comunque una corrispondenza non trascurabile<sup>51</sup>.

Nonostante le incertezze interpretative segnalate, ancorare il referente del «valore di mercato» al patrimonio sociale potrebbe meglio supportare l'adozione di quei «criteri di valutazione finanziari, reddituali, patrimoniali o misti che, in base alla teoria e alla prassi economiche, meglio esprimono il valore “effettivo” del patrimonio sociale», necessari anche nella valutazione di imprese, tendenzialmente di ridotte dimensioni, come la s.r.l.<sup>52</sup> al fine di consentire la determinazione di un valore veritiero e corretto della quota del recedente.

Quel che emerge con certezza, oltre l'estrema difficoltà di individuare le ragioni che hanno indotto il legislatore a sviluppare per le quote oggetto di recesso un criterio letteralmente imperniato su parametri valutativi diversi da quelli individuati per le azioni, specie considerando che la *ratio* dell'istituto non può che essere identica nei due tipi sociali<sup>53</sup>, è la tendenza di tutti gli orientamenti sviluppatasi sul punto a convergere verso la necessaria individuazione di un valore *equo* di liquidazione delle partecipazioni re-

---

<sup>49</sup> Definisce «imprescindibile» il criterio del valore di mercato G. ZANARONE, *sub art. 2473, cit.*, 830.

<sup>50</sup> Così si esprime P.M. IOVENITTI, *Il nuovo diritto di recesso...*, *cit.*, 485.

<sup>51</sup> E v., sul punto, G.B. PORTALE – A. DACCÒ, *Criteri e modalità «penalizzanti»...*, *cit.*, 26.

<sup>52</sup> Sostanzialmente in questi termini, F. MAGLIULO, *Il recesso e l'esclusione, cit.*, 281; e P. REVIGLIONE, *Il recesso...*, *cit.*, 378; G. ZANARONE, *sub art. 2473, cit.*, 829; A. TUCCI, *sub art. 2473, cit.*, 479; M. VENTORUZZO, *Recesso da società a responsabilità limitata...*, *cit.*, 442, dal quale è tratta la citazione nel testo.

<sup>53</sup> E proprio sulla base di tale *aedem ratio*, si ricorre ampiamente applicazione analogica della disciplina della s.p.a. per colmare le lacune dell'art. 2473 c.c. e risolvere i problemi interpretativi che esso pone.



cedute<sup>54</sup>. D'altro canto, l'art. 2473 c.c. prescrivendo di "tener conto" nella valorizzazione del patrimonio sociale del suo valore di mercato non esclude certamente la possibilità di considerare altri elementi e criteri di valutazione al fine di giungere al valore effettivo della partecipazione.

In soccorso della formulazione non cristallina della disposizione *de qua*, potrebbe ritenersi auspicabile un chiarimento statutario. L'autonomia statutaria, d'altronde, caratterizza significativamente la regolamentazione dell'istituto e ciò induce a ritenere percorribile la strada di indicare statutariamente criteri valutativi ulteriori rispetto a quelli legali, pur in assenza di una disposizione normativa – come quella dell'art. 2437-ter, quarto comma, c.c. – che espressamente ne consenta l'adozione.

Vagliando i limiti dell'autonomia statutaria nella determinazione dei criteri di liquidazione delle partecipazioni oggetto di recesso, anche in materia di s.r.l. occorre distinguere tra derogabilità *in melius* ed *in peius* dei criteri legali.

Con riferimento alla prima alternativa, la possibilità viene da taluno negata poiché si tradurrebbe in un pregiudizio per il patrimonio sociale e quindi per i creditori<sup>55</sup>, annotazione che mi pare superabile mutuando i medesimi argomenti espressi in materia di s.p.a..

In termini generali, si è poi messo in luce che se la possibilità fosse negata «si arriverebbe all'assurdo che la disciplina della s.r.l. sarebbe connotata in questa materia da un maggior grado di rigidità rispetto a quella della s.p.a.»<sup>56</sup>, e ciò risulterebbe in stridente contraddizione con lo stesso art. 2473 c.c. che *in limine* sottolinea immediatamente l'importanza dell'autonomia statutaria nella regolamentazione della materia medesima.

Le deroghe *in melius* dei criteri legali debbono dunque ritenersi legittime *in relazione ad ogni tipologia di cause di recesso*.

Con riferimento alla seconda alternativa, deve negarsi la possibilità di introdurre modalità di valutazione più sfavorevoli per il socio per le ipotesi insopprimibili di recesso. Similmente a quanto emerso analizzando la tematica nell'ambito dell'azionaria, e pur in assenza di una disposizione analoga all'ultimo comma dell'art. 2437 c.c., dall'inderogabilità della causa di reces-

---

<sup>54</sup> Circostanza che induce alcuni autori a sottolineare la necessaria considerazione del valore dei «particolari diritti» eventualmente attribuiti al recedente. Sul punto, si v. M. STELLA RICHTER, *Diritto di recesso...*, cit., 411 che enfatizza l'importanza di una regolamentazione statutaria *ad hoc*; P. REVIGLIONE, *Il recesso...*, cit., 384 che limita la valorizzazione alle sole ipotesi in cui il diritto particolare sia *trasferibile* e, infine, R. SANTAGATA, *sub art. 2468, cit.*, 304, che, obliterando il tema della trasferibilità, pare propenso a ritenere che al socio recedente, titolare di un diritto particolare, debba sempre essere riconosciuto un valore specifico per tale prerogativa. Il che risulta un "estrema" applicazione del principio di equa valorizzazione richiamato nel testo perché, di fatto, comporterebbe per il soggetto sul quale graverà la liquidazione della quota receduta il "pagamento del prezzo" di un diritto destinato inesorabilmente all'estinzione.

<sup>55</sup> V. SALAFIA, *Statuti e riforma societaria...*, cit., 414; F. MAGLIULO, *Il recesso e l'esclusione, cit.*, 228, nt. 41.

<sup>56</sup> Come sostiene G. ZANARONE, *sub art. 2473, cit.*, 833 richiamando A. DACCÒ, *Il diritto di recesso: limiti dell'istituto...*, cit., 494, nt. 78.

so consegue l'inderogabilità *in peius* dei criteri di determinazione del rimborso spettante al recedente<sup>57</sup>. Se le mutazioni delle condizioni di rischio sono talmente significative da aver indotto il legislatore a riconoscere al socio non consenziente la facoltà di abbandonare la compagine, vedendosi riconosciuto un equo valore della propria partecipazione, allora non è possibile tollerare che lo statuto frustri le sue ragioni economiche, così avvilendo le finalità di tutela del medesimo perseguite dal legislatore.

Parimenti a quanto espresso in materia di s.p.a., non paiono invece sussistere limiti in relazione alle cause convenzionali di recesso.

### 3. La valorizzazione delle azioni riscattabili e delle azioni redimibili.

Nonostante le azioni riscattabili trovino espressa regolamentazione nella disciplina comunitaria da quasi quarant'anni<sup>58</sup>, il codice civile italiano, anteriormente alla riforma del diritto societario, dedicava all'istituto solo un fugace cenno all'art. 2357-*bis* n. 1. Più precisamente, tale disposizione rendeva (e rende tutt'oggi) inoperanti le limitazioni qualitative e quantitative all'acquisto di azioni proprie stabilite dall'articolo 2357 c.c., qualora detto acquisto fosse avvenuto in esecuzione di una delibera di riduzione volontaria del capitale sociale da attuarsi, appunto, «mediante *riscatto* e annullamento delle azioni medesime».

Per vero, l'assenza di una norma specifica che contemplasse in termini generali il riscatto azionario non era ritenuto un argomento decisivo per sostenerne l'illegittimità; al contrario, il mancato recepimento della normativa comunitaria era giustificata dall'implicita compatibilità della figura con l'ordinamento societario italiano e, in particolare, con il tipo s.p.a.<sup>59</sup>. Al di là dell'ipotesi di riduzione del capitale sociale, infatti, il riscatto azionario era ritenuto funzionale alla tutela di molteplici interessi: estromettere dalla compagine i successori del socio defunto<sup>60</sup>; sanzionare l'inadempimento

---

<sup>57</sup> L. ENRIQUES - S. SCIOLLA - A. VAUDANO, *Il recesso del socio di s.r.l...*, cit., 766; F. MAGLIULO, *Il recesso e l'esclusione*, cit., 281 s.; M. VENTORUZZO, *Recesso da società a responsabilità limitata...*, cit., 470 ss.; REVIGLIONE, *Il recesso...*, cit., 391 ss.; D. GALLETTI, *sub art. 2473 -2473-bis*, cit., 1911; G. ZANARONE, *sub art. 2473*, cit., 831 s..

<sup>58</sup> E precisamente all'art. 39 della Direttiva 77/91/CE del 13 dicembre 1976 ed ora all'identico articolo 43 della Direttiva 2012/30/UE.

<sup>59</sup> AA. VV., *Un progetto di attuazione della seconda direttiva CEE*, a cura di G.E. Colombo, M. Liguori, R. Nobili, in *Riv. soc.*, 1978, 1706; G. MARASÀ, *La seconda direttiva CEE in materia di società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1978, II, 677; G.B. PORTALE, *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, in *Riv. soc.*, 1982, 764; G. PRESTI, *Le clausole di «riscatto» nelle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1983, II, 404 ss.; S. PATRIARCA, *Le azioni di godimento*, Padova, 1992, 89 s.; L. CALVOSA, *La clausola di riscatto...*, cit., 45 ss.; M. PERRINO, *Le tecniche di esclusione del socio dalla società*, Milano, 1997, 359 s.; C. ANGELICI, *La circolazione della partecipazione...*, cit., 208.

<sup>60</sup> Per la legittimità della clausola di riscatto a favore dei soci superstiti delle azioni acquistate a causa di morte dal successore del socio defunto, si v. Cass., 16 aprile 1994, n. 3609, in *Banca borsa tit. cred.*, 1996, II, 164, con nota di L. CALVOSA, *Clausola di riscatto delle azioni in favore dei soci superstiti e divieto dei patti successori*; in *Giur. it.*, 1995, I, 1, 1333, con nota di P. REVIGLIONE, *Le clausole di riscatto delle azioni non contrastano con il*

delle prestazioni accessorie<sup>61</sup>; liquidare l'azionariato dei dipendenti una volta cessato il rapporto di lavoro<sup>62</sup> erano alcune delle ipotesi più approfondite dagli studiosi.

L'opportunità di chiarire positivamente la legittimità della figura, invece, è stata colta dal legislatore della riforma, il quale, tuttavia, più che individuare dettagliatamente la nozione del «riscatto azionario» si è limitato a tratteggiarne sintetici lineamenti di disciplina<sup>63</sup>. L'art. 2437-*sexies* c.c. stabilisce infatti che «le disposizioni degli articoli 2437-*ter* e 2437-*quater* si applicano, in quanto compatibili, alle azioni o alle categorie di azioni per le quali lo statuto prevede un potere di riscatto da parte della società o dei soci. Resta salva in tal caso l'applicazione della disciplina degli articoli 2357 e 2357-*bis*».

È quindi doveroso soffermarsi preliminarmente sulla definizione della fattispecie per poi concentrarsi sul profilo economico della valorizzazione delle partecipazioni oggetto di riscatto, il che significa interpretare il rinvio nei limiti della compatibilità all'art. 2437-*ter* c.c.

L'art. 2437-*sexies* c.c., definendo il riscatto in termini di *potere* da parte della società o dei soci, conferma le conclusioni raggiunte dalla dottri-

---

*divieto dei patti successori*. Nella medesima vicenda, l'invalidità della clausola era stata sostenuta da App. Roma, 28 aprile 1992, in *Banca borsa tit. cred.*, 1993, II, 634 ss., con nota di L. CALVOSA, *Morte del socio, clausola di riscatto delle azioni in favore dei soci superstiti e divieto dei patti successori*; in *Giur. it.*, 1993, I, 2, 448, con nota di P. REVIGLIONO, *Limiti convenzionali alla circolazione delle azioni e trasferimenti mortis causa*, in riforma di Trib. Roma, 15 dicembre 1986, in *Giur. it.*, 1991, I, 830 ss.

<sup>61</sup> G.B. PORTALE, *Azioni con prestazioni accessorie...*, cit., 765 ss.; G. PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, II, Torino, 1990, 353. In giurisprudenza, per la legittimità delle azioni riscattabili con prestazioni accessorie, App. Milano, 14 luglio 1982, in riforma di Trib. Milano, 17 aprile 1982, entrambe in *Giur. comm.*, 1983, II, 397 con nota di G. PRESTI, *Le clausole di «riscatto»...*, cit., 397; in *Banca borsa tit. cred.*, 1983, II, 507 ss., con nota di G. CARCANO, *Riscatto di azioni e azioni riscattabili*. Sempre in senso favorevole, Trib. Genova, 3 gennaio 1986, in *Banca borsa tit. cred.*, 1986, II, 427; Trib. Milano, 14 luglio 1988, in *Banca borsa tit. cred.*, 1991, II, 106, con nota di L. CALVOSA, *Sulle cc. dd. clausole di riscatto*.

<sup>62</sup> G. ACERBI, *Osservazioni sulle stock options e sull'azionariato dei dipendenti*, in *Riv. soc.*, 1998, II, 1249 ss..

<sup>63</sup> La figura del riscatto azionario trova espresso riconoscimento anche in altri ordinamenti europei. In Gran Bretagna le *redeemable shares* sono regolate dalle *sections* 684 e ss. del *Companies Act* 2006; su tale disciplina si v. B. HANNIGAN, *Company Law*, Oxford, 2015, 597 ss., mentre sulle finalità dell'istituto si v. E. FERRAN – L. CHAN HO, *Principles of corporate finance law*, 2<sup>a</sup> ed., Oxford, 2014, 178 ss. Nell'ordinamento spagnolo, le *acciones rescatables* sono prerogativa esclusiva delle società quotate (cfr. art. 500 ss. *LSA*), in tema v. C. ALONSO LEDESMA, *Acciones rescatables*, in *Diccionario de Derecho de Sociedades*, Madrid, 2006, 69 ss.; M.C. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, *Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada*, Madrid, 2007. Nell'ordinamento francese l'originaria disciplina speciale che regolava le *action de préférence rachatables* nella società quotata è stata abrogata dall'*ordonnance* n. 2008-1145 del 6 novembre 2008 così oggi la figura risulta disciplinata per tutte le società azionarie dagli artt. L. 228-12 e ss., recentemente novellati dalla *loi* n. 2014-1 del 2 gennaio 2014; per una panoramica sulle novità si v. R. MORTIER, *Dispositions relatives au rachat des actions de préférence*, in *Rev. soc.*, 2014, 627 ss. Sulle varie forme di *Einziehung* previste dal legislatore tedesco al § 237 *AktG*, si v. M. LUTTER, § 237, in *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, Köln – Berlin – Bonn – München, 1970.

na sulla qualificazione del riscatto azionario come vicenda di natura *potestativa*<sup>64</sup>, vale a dire una situazione giuridica che attribuisce ad un soggetto il diritto di modificare, a proprio vantaggio, la situazione giuridica di un altro soggetto che subisce tale modificazione indipendentemente dalla propria volontà<sup>65</sup>.

È quindi il rapporto tra *potestà* e *soggezione* a descrivere la situazione soggettiva che caratterizza, da un lato, coloro che hanno il potere di riscattare altrui azioni e, dall'altro, coloro che detengono azioni riscattabili<sup>66</sup>. La norma deve infatti essere intesa nel senso che il potere di riscatto, oltre che alla società, può essere attribuito *ai soci diversi dai titolari delle azioni riscattabili*<sup>67</sup>, con la necessaria precisazione che il riferimento ai soci deve intendersi come diritto inerente alle azioni di cui questi sono titolari e, come tale, trasferibile con esse, e non invece quale diritto attribuito al socio individualmente inteso<sup>68</sup>. Più precisamente, tale potestà potrà essere attribuita a *tutte*<sup>69</sup> le azioni emesse dall'ente ovvero soltanto ad una *parte* di queste, determinandosi così – coerentemente con quanto riferito nel primo capitolo circa la relatività del concetto di categoria azionaria – la creazione di due classi di partecipazioni: l'una contraddistinta dal potere di riscattare altrui azioni, l'altra caratterizzata dalla soggezione a tale potere<sup>70</sup>.

In ottica comparatistica, la “via italiana” al riscatto azionario presenta quindi indubbe peculiarità, dal momento che nelle legislazioni straniere il riscatto, oltre che essere *sempre* riconosciuto alla società, è *talora* riconosciuto agli stessi possessori delle azioni riscattabili (*rectius*, redimibili) men-

---

<sup>64</sup> L. CALVOSA, *La clausola di riscatto...*, cit., 156.

<sup>65</sup> Per tutti, F. SANTORO-PASSARELLI, *Dottrine generali...*, cit., 70 ss..

<sup>66</sup> G. OPPO, *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio...*, cit., 61 s.; M. NOTARI, *Le categorie speciali...*, cit., 602; A. BARTALENA, *Le prestazioni accessorie...*cit., 935 s.

<sup>67</sup> A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti...*, 1308; L. ENRIQUES, *Spunti in tema di strumenti finanziari partecipativi e ibridi e di azioni correlate e riscattabili (con un caveat sulle trasformazioni elusive da s.r.l. a s.p.a.)*, in *Nuovo diritto societario*, a cura di M. Tilla, G. Alpa e S. Patti, Milano, 2003, 113; G. OPPO, *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio...*, cit., 61; U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria delle società per azioni...*, cit., 1091; M. CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto...*, cit., 50 s.; L. CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili...*, cit., 200; M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, cit., 106; G. DI CECCO, *Fattispecie e disciplina...*, cit., 29 ss..

<sup>68</sup> Si v. *supra*, Cap. I, nt. 248.

<sup>69</sup> La possibilità che la soggezione al riscatto caratterizzi tutte le azioni in circolazione segna una differenza rispetto ad altri ordinamenti europei: in Gran Bretagna, ai sensi della *section 684 (4) CA 2006*, «no redeemable shares may be issued at a time when there are no issued shares of the company that are not redeemable» mentre in Spagna, ai sensi dell'art. 500 *LSC*, il valore nominale delle *acciones rescatables* – che possono essere emesse dalle sole *sociedades cotizadas* – non può essere superiore alla «cuarta parte del capital social».

<sup>70</sup> Per un ampio approfondimento relativo agli elementi soggettivi della fattispecie, si v. M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, cit., 121 ss.

tre non è mai regolato quale diritto dei possessori stessi delle azioni non riscattabili<sup>71</sup>.

Può dunque dirsi che la definizione legislativa prevede esclusivamente la legittimità di una *call option statutaria* a favore della società o dei soci, di determinate categorie azionarie o di tutte le azioni, in relazione alla quale i titolari delle azioni riscattabili versano sempre e soltanto in una situazione di mero *pati*. Diversi indici, infatti, inducono a ritenere escluso dalla definizione legislativa il riscatto quale *put option statutaria* a favore del titolare stesso delle azioni redimibili, ipotesi che, cionondimeno, dovrebbe ritenersi legittima in ossequio al principio di libera determinazione del contenuto delle categorie azionarie<sup>72</sup>. Innanzitutto, il tenore letterale della disposizione delinea a carico del titolare delle azioni in parola esclusivamente una situazione di soggezione all'altrui potere e non quella di imporre ad altri soggetti l'acquisto delle proprie partecipazioni; s'intende dire che la norma contempla esclusivamente il *potere di* – e non il *diritto al* – riscatto<sup>73</sup>. Inoltre, secondo un diverso argomento, il riscatto rimesso alla volontà del possessore, e correlativamente l'obbligo della società o dei soci di acquistare le azioni, renderebbe arduo discriminare l'istituto rispetto al recesso convenzionale poiché identici sarebbero gli effetti connessi all'esercizio di tali diritti<sup>74</sup>, vale a dire l'uscita *volontaria* dalla compagine unitamente la monetizzazione della partecipazione. In altri termini, secondo questa lettura, il riscatto a richiesta del socio rappresenterebbe un *vero e proprio recesso convenzionale*,

---

<sup>71</sup> Lo ricorda, da ultimo, G. DI CECCO, *Fattispecie e disciplina...*, cit., 22 ss., al quale si rinvia per l'analisi di un ampio ventaglio di normative straniere, sia di *common law* che di *civil law*.

<sup>72</sup> U. TOMBARI, *Le categorie speciali...*, cit., 972; P. SFAMENI, *sub art. 2350*, cit., 252, nt. 169-bis; L. CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili...*, 200; N. CIOCCA, *sub art. 2437-sexies*, cit., 809. Tale fattispecie è sovente assimilata (*cfr.*, ad esempio, N. CIOCCA, *sub art. 2437-sexies*, cit., 807 ss.; R. SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni "redimibili"...*, cit., 639 ss.) ad altre ipotesi rintracciabili nell'ordinamento societario, e precisamente l'obbligo d'acquisto quale correttivo alternativo al recesso da prevedersi *ex art. 2355-bis* c.c. ai fini dell'efficacia della clausola di mero gradimento e il diritto di far acquistare le proprie azioni, da prevedersi *ex artt. 2506-bis* e *2505-bis* c.c. nei progetti di scissione non proporzionale e nei progetti di fusione per incorporazione di società partecipata al novanta per cento.

La figura del riscatto ad opzione del titolare è invece espressamente riconosciuta in altri ordinamenti: ai sensi della *section 684 (1) CA 2006*, infatti, le *redeemable shares* britanniche «*are to be redeemed or are liable to be redeemed at the option of the company or the shareholder*»; similmente in Spagna le *acciones rescatables* possono essere riscattate «*solicitud de la sociedad emisora, de los titulares de estas acciones o de ambos*».

<sup>73</sup> M. CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto...*, cit., 52; M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, cit., 106.

<sup>74</sup> D. GALLETTI, *sub art. 2437 – 2437-sexies*, cit., 1636; N. CIOCCA, *sub art. 2437-sexies*, cit., 809; M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, cit., 106; G. DI CECCO, *Fattispecie e disciplina...*, cit., 28 ss. In tal senso, prima della riforma, G.B. PORTALE, *Dal capitale «assicurato»...*, cit., 166, che rileva come l'emissione di «azioni che attribuiscono al socio un diritto di *put* [...] parrebbe in linea anche con la previsione dell'art. 4, comma 9°, lett. c., l. n. 366/2000, tesa all'ampliamento delle fattispecie di recesso»; G. PRESTI, *Le clausole di «riscatto»...*, cit., 397 e G. CARCANO, *Riscatto di azioni...*, cit., 516 negavano l'ammissibilità di *put option statutarie* perché tali clausole avrebbero determinato un ampliamento surrettizio delle cause di recesso, tassativamente indicate dall'art. 2437 c.c. allora vigente.

contraddistinto da una regolamentazione derogatoria rispetto a quella legale sia in relazione ai criteri di determinazione del valore delle azioni<sup>75</sup> sia in relazione al procedimento di liquidazione del socio che graverà esclusivamente, a seconda dei casi, sulla società o su determinati soci<sup>76</sup>. Certo è che, sebbene sussistano indubbe similitudini tra la fattispecie *de qua* e quella del recesso convenzionale, l'assoluta assimilazione appare finzionistica quando poi si arriva a postulare la loro totale divergenza in punto di disciplina, sia in riferimento al profilo della valorizzazione che a quello del procedimento di liquidazione. Il che potrebbe indurre a considerare la figura del tutto atipica, almeno nell'eventualità in cui la disciplina relativa ai profili suddetti sia in entrambe le ipotesi derogata.

Chiarito che l'art. 2437-*sexies* c.c. risulta applicabile al solo riscatto potestativo – cioè delineato come opzione di acquisto a favore di soggetti diversi dal titolare di azioni riscattabili – e non anche al “riscatto obbligatorio” – cioè delineato come opzione di vendita a favore del titolare delle azioni redimibili – occorre illustrare separatamente i relativi criteri di determinazione del valore di tali tipologie di azioni.

Quanto alla prima ipotesi, può affermarsi senza dubbio che i criteri di determinazione del valore di liquidazione delle azioni oggetto di recesso superano il vaglio di compatibilità con il riscatto potestativo. In altri termini, i commi secondo e quarto dell'art. 2437-*ter*<sup>77</sup> possono ritenersi integralmente applicabili alle azioni riscattabili delineate dall'art. 2437-*sexies* c.c.. La previsione, del resto, risponde alla necessità, già enfatizzata dalla dottrina ante riforma, che siano individuati «criteri obiettivi per la determinazione del

---

<sup>75</sup> Così N. CIOCCA, *sub art. 2437-sexies, cit.*, 813, la quale distingue tra le ipotesi in cui il corrispettivo del riscatto obbligatorio gravi sui soci ovvero sulla società, ritenendo nel primo caso che esso possa essere liberamente statutariamente stabilito e, nel secondo caso, che dovrà essere determinato secondo i criteri dell'art. 2437-*ter* c.c.; negli stessi termini, M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili, cit.*, 108.

<sup>76</sup> In questi termini, prima della riforma, D. GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000, 132; il cui pensiero è stato recentemente ripreso e condiviso da G. DI CECCO, *Fattispecie e disciplina...*, *cit.*, 41 s.

<sup>77</sup> Qualora il riscatto azionario sia ritenuto ammissibile anche nelle società con azioni quotate in mercati regolamentati, dovrebbe naturalmente concludersi per la compatibilità dell'art. 2437-*ter*, comma terzo, con l'art. 2437-*sexies* c.c. La questione dell'ammissibilità di azioni riscattabili quotate è, tuttavia, controversa. Come noto, il Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. richiede, quale presupposto per l'ammissione alla quotazione, che le azioni siano «liberamente negoziabili», con la precisazione che «gli strumenti finanziari il cui trasferimento sia soggetto a restrizioni sono considerati liberamente negoziabili, qualora la restrizione non comporti alcun rischio di perturbare il mercato» (cfr. art. 2.1.3, comma secondo, lett. c) nell'ultima versione del Regolamento deliberato dall'assemblea di Borsa Italiana S.p.A. del 28 giugno 2011 e approvato da Consob con delibera n. 17904 del 25 agosto 2011). A tal proposito, è certamente vero che il riscatto azionario non rappresenta un vincolo alla circolazione delle azioni *in senso tecnico* (come enfatizza L. STANGHELLINI, *I limiti statuari alla circolazione...*, *cit.*, 82), potendo le azioni riscattabili liberamente circolare; tuttavia, sembra altrettanto vero che la clausola di riscatto possa in concreto limitare la libertà di disinvestimento del socio. Peraltro, allo stato, non consta l'esistenza di azioni riscattabili negoziate sul mercato regolamentato.

prezzo di riscatto» al fine di impedire un'arbitraria discrezionalità nell'individuazione del prezzo medesimo<sup>78</sup>.

Occorre poi osservare che l'esigenza di assicurare al socio un'equa valorizzazione della partecipazione sussiste anche con riguardo alle clausole di riscatto potestativo; anzi, potrebbe dirsi che tale finalità emerge in termini ancor più netti nell'eventualità in cui il disinvestimento sia coattivo, cioè determinato da una manifestazione di volontà proveniente da un soggetto diverso da quello titolare di azioni riscattabili<sup>79</sup>. Del resto, l'unica forma di presidio che l'art. 2347-*sexies* c.c. riconosce al socio titolare di azioni riscattabili sembra essere proprio la protezione dei suoi interessi economici. Tant'è vero che negli aspetti economici legati all'esercizio del riscatto pare rinvenirsi un punto di equilibrio tra gli opposti interessi del riscattante e del riscattato<sup>80</sup>: il primo, titolare della potestà di acquistare altrui azioni ma obbligato al pagamento del loro valore effettivo; il secondo, al contrario, soggetto all'esercizio altrui della predetta potestà ma al contempo titolare del diritto a vedersi riconosciuto il valore effettivo della propria partecipazione.

Infine, da un punto di vista sistematico, la scelta del legislatore appare coerente con quanto previsto nei casi di esclusione (dalle società di persone, dalla s.r.l. e dalla società cooperativa); istituto che, almeno dal punto di vista funzionale, può essere accostato al riscatto potestativo con finalità sanzionatoria<sup>81</sup>.

Anche in questo profilo la "via italiana al riscatto" si contraddistingue nel contesto comparatistico, dal momento che in altri ordinamenti non è previsto un corrispettivo minimo da riconoscersi al socio titolare di azioni riscattabili<sup>82</sup>; corrispettivo che, invece, è sostanzialmente rimesso alla libera

---

<sup>78</sup> G.B. PORTALE, *Azioni con prestazioni accessorie...*, cit., 774.

<sup>79</sup> N. CIOCCA, *sub art. 2437-sexies*, cit., 813.

<sup>80</sup> M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, cit., 220 s.

<sup>81</sup> Sulla affinità funzionale tra le figure dell'esclusione e del riscatto, si v. M. CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto...*, cit., 50 ss. Il riscatto azionario è ritenuto ammissibile anche nella s.r.l., stante la ancor più accentuata elasticità del tipo, purché il relativo potere sia riservato esclusivamente ai soci e giammai alla società, a ragione del divieto assoluto di acquistare proprie partecipazioni contenuto nell'art. 2474 c.c. Si ritiene, tuttavia, che la clausola di riscatto debba soggiacere nella s.r.l. agli stessi limiti previsti per quella di esclusione, e così che debba indicare a pena di nullità le condizioni, caratterizzate da un sufficiente grado di specificità nonché valutabili in termini di giusta causa, legittimanti il titolare del corrispondente diritto all'acquisto forzoso delle quote; in questi termini, G. ZANARONE, *sub art. 2473-bis*, in *Della società a responsabilità limitata. Il codice civile. Commentario* fondato e diretto da P. Schlesinger e continuato da F.D. Busnelli, t. I, Milano, 2010, 866 s. Il potere di riscatto in capo alla società è invece configurabile, almeno in una specifica ipotesi, qualora la s.r.l. assuma la qualità di *start-up* innovativa: l'art. 26, comma sesto, del D.L. 18 ottobre 2012 n. 179, convertito in L. 17 dicembre 2012, n. 221, stabilisce infatti che «nelle start-up innovative costituite in forma di società a responsabilità limitata, il divieto di operazioni sulle proprie partecipazioni stabilito dall'articolo 2474 del codice civile non trova applicazione qualora l'operazione sia compiuta in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di quote di partecipazione a dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo amministrativo, prestatori di opera e servizi anche professionali».

<sup>82</sup> Si v., ad esempio, il *Companies Act* 2006 ove non è previsto alcun criterio di riferimento per individuare il prezzo di riscatto. Similmente, nel diritto spagnolo, l'art. 500

determinazione dei soci. A dire il vero, anche l'art. 39 della Direttiva 77/91/CE (ed ora l'art. 43 della Direttiva 2012/30/UE) non fissa un criterio di determinazione del «prezzo di riscatto», limitandosi a prevedere che «le condizioni e le modalità del riscatto siano fissate dallo statuto o dall'atto costitutivo»<sup>83</sup> nonché la possibilità di stabilire un «premio» per il riscattato, circostanza che lascerebbe intendere che il valore nominale delle azioni possa costituire l'unico parametro di riferimento<sup>84</sup>, come significativamente accade nell'ordinamento portoghese<sup>85</sup>.

Occorre ora stabilire se la disciplina in tema di valorizzazione delle azioni riscattabili debba ritenersi derogabile o, all'opposto, inderogabile. L'interrogativo è già emerso nel paragrafo precedente con riferimento ai criteri di liquidazione delle azioni oggetto di recesso. In questo mutato contesto, è necessario riproporre la questione, da un lato, perché la natura (imperativa o derogabile) dell'art. 2437-ter c.c. si è ritenuta dipendente dalla natura (inderogabile, derogabile o statutaria) dell'ipotesi di recesso e, dall'altro, perché le risposte al quesito *de quo* proposte in letteratura variano a seconda del soggetto al quale lo statuto riconosce il potere di riscatto e sul quale, conseguentemente all'esercizio di tale potere, grava l'obbligo di liquidare le azioni.

La deroga migliorativa è ritenuta ammissibile nel caso in cui la parte riscattante sia rappresentata da uno o più soci, «posto che la determinazione del corrispettivo – una volta soddisfatte le soglie minimali imposte dall'art. 2437-ter c.c. – deve ritenersi liberamente affidata alla negoziazione delle parti», intendendosi per esse il soggetto attivo ed il soggetto passivo del riscatto<sup>86</sup>. L'orientamento è certamente condivisibile, dal momento che tale

---

della *Ley de Sociedades de Capital* non regola il profilo della valorizzazione delle *acciones rescatables*, limitandosi, sul punto, a stabilire che «*en el acuerdo de emisión se fijarán las condiciones para el ejercicio del derecho de rescate*». In questo ordinamento, per la tesi della piena libertà nella fissazione del corrispettivo, si v. M.C. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, *Las acciones rescatables...*, cit., 465 ss.; L. F. DEL POZO, *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, Madrid, 2002, 268; P. YANES, *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, Madrid, 2004, 159 ss. Anche nell'ordinamento francese si perviene alle medesime conclusioni in quanto l'art. l. 228-12 del *C. comm.* si limita a stabilire che le modalità di riscatto devono essere previste dallo statuto, in questo senso H. LE NABASQUE – M. BARBIER, *Les clauses léonines...*, cit., 19 ss., R. MORTIER, *Rachat d'actions et actions rachatables*, in *Rev. Soc.*, 2004, 653 sembra invece propenso a ritenere che sia da escludere la possa di determinare in misura fissa il prezzo di riscatto, in quanto tale pattuizione potrebbe ricadere nel divieto del patto leonino.

<sup>83</sup> Lo sottolinea, nel contesto ante riforma, G. PRESTI, *Le clausole di «riscatto»...*, cit., 408, testo e nt. 35 il quale è propenso a ritenere che i criteri di liquidazione «possano essere derogati in senso più favorevole al socio in stato di soggezione e, forse, anche in senso peggiorativo, per quanto ciò possa dare adito a dubbi, peraltro superati dalla dottrina straniera». *Contra*, per la necessità che i criteri di determinazione delle azioni riscattabili fossero delineati in modo tale da assicurare al relativo titolare il valore reale della propria partecipazione L. CALVOSA, *La clausola di riscatto...*, cit., 278 ss.

<sup>84</sup> M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, cit., 223 s.

<sup>85</sup> V. l'art. 345 del *Código das Sociedades Comercias*.

<sup>86</sup> Così, testualmente M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, cit., 233; in senso dubitativo, L. CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili...*, 200.



declinazione del riscatto potestativo si esaurisce *tra soci*, senza che quindi possano emergere istanze di tutela di soggetti diversi da quelli coinvolti nella regolamentazione stabilita dalla clausola statutaria, nella specie gli altri membri della compagine e i creditori sociali. Taluno, pur ammettendo la validità della clausola, ha paventato il rischio che un criterio di liquidazione migliorativo possa violare il divieto del patto leonino<sup>87</sup> estromettendo il riscattato dalla partecipazione alle perdite; osservazione, come già emerso nel capitolo precedente, da respingere poiché, fino al momento di esercizio del potere<sup>88</sup>, il titolare di azioni riscattabili patisce l'eventualità che il risultato negativo della società si riverberi sulla sopravvivenza stessa della propria partecipazione.

Qualora il potere di riscatto sia in capo alla società, si è affermato che la deroga *in melius* «sarebbe in contrasto con la finalità di evitare la dispersione di risorse sociali a detrimento di creditori e soci, tanto più se compiacente solo verso taluni di questi ultimi»<sup>89</sup>.

L'orientamento, tuttavia, non risulta convincente.

Innanzitutto è bene precisare che la società, qualora non disponga di utili distribuibili o riserve disponibili capienti per la liquidazione del soggetto passivo, non potrà esercitare il potere di riscatto che lo statuto le riconosce sicché l'*iter* liquidatorio delle azioni riscattabili non potrà giungere alla

---

<sup>87</sup> N. CIOCCA, *sub art. 2437-sexies, cit.*, 813.

<sup>88</sup> Si noti che, secondo l'orientamento maggioritario, lo statuto dovrebbe subordinare l'esercizio del potere di riscatto alla previsione di condizioni specifiche, oggettive, predeterminate e, in ogni caso, non dipendere dall'arbitrio del titolare del relativo potere; in altri termini, l'ordinamento non tollerebbe un diritto di riscatto *ad nutum*. In questo senso, pre-riforma, L. CALVOSA, *La clausola di riscatto...*, *cit.*, 231 ss.; M. PERRINO, *Le tecniche di esclusione del socio...*, *cit.*, 370 ss.; G.B. PORTALE, *Azioni con prestazioni accessorie...*, *cit.*, 774; G. PRESTI, *Le clausole di «riscatto»...*, *cit.*, 404 testo e nt. 18; mentre post-riforma, M. CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto...*, *cit.*, 51 ss.; C. DI BITONTO, *L'inquadramento sistematico...*, *cit.*, 415; D. GALLETTI, *sub art. 2437 - 2437-sexies, cit.*, 1637; M. CALLEGARI, *sub art. 2437 -2437-sexies, cit.*, 14244 s.; P. DE MARTINIS, *Le azioni riscattabili, cit.*, 396; E. MALIMPENSA, *I nuovi tipi di circolazione forzata delle partecipazioni sociali: spunti di riflessione, cit.*, 243, nt. 50; A. BENUSSI, *Considerazioni in ordine all'estromissione forzata del socio nelle società di capitali*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, diretto da P. Benazzo – M. Cera – S. Patriarca, Torino, 2011, 84, nt. 64.; M.S. SPOLIDORO, *Clausole statutarie sanzionatorie dell'inadempiamento degli obblighi assunti dai soci: dall'esclusione alla penale*, in *S.r.l. artigiana e autonomia statutaria*. Atti del convegno tenutosi a Siracusa il 19 e 20 maggio 2006, Milano, 2007, 156. In senso opposto, per l'ammissibilità del riscatto *ad libitum*, con approfondita motivazione, M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili, cit.*, 189 ss., in senso conforme C. ESPOSITO, *L'esclusione come strumento generale di «exit» societario*, in *Riv. not.*, 2004, 294; orientato nello stesso senso pare M. CIAN, *sub art. 2473-bis. L'esclusione del socio*, in *S.r.l. Commentario* dedicato a Giuseppe B. Portale, a cura di A. Dolmetta e G. Presti, Milano, 2011, 499. D'altronde è certamente vero che un argomento in senso contrario all'ammissibilità del riscatto *ad nutum* potrebbe rinvenirsi dalla Direttiva 77/91/CE, il cui art. 39 – ed ora, art. 43 della Direttiva 2012/30/UE – prevede che «i termini e le condizioni del riscatto devono essere previsti dallo statuto o nell'atto di costituzione della società». Ma è altrettanto vero che rimarrebbe tutto da dimostrare che il riferimento alle «condizioni di riscatto» debba necessariamente intendersi nel senso dei presupposti cui l'esercizio del potere di riscatto sia subordinato, potendo la locuzione riferirsi alle condizioni *economiche* cui le azioni riscattabili potrebbero essere acquistate.

<sup>89</sup> N. CIOCCA, *sub art. 2437-sexies, cit.*, 813.

riduzione del capitale sociale. L'incompatibilità dell'art. 2437-*quater*, comma sesto, c.c. con la fattispecie del riscatto potestativo, e quindi l'insussistenza dell'obbligo di ridurre il capitale<sup>90</sup> per consentire la liquidazione del socio riscattato, del resto, emerge nitidamente «dall'insensatezza dell'imposizione di un *obbligo* siffatto nell'ambito di una fattispecie di acquisto *facoltativo* delle proprie azioni»<sup>91</sup>. La supposta dispersione di risorse sociali potrebbe quindi interessare solo gli utili distribuibili o le riserve disponibili; poste di netto, quest'ultime, che, come già emerso ripetutamente nel corso della trattazione, possono certamente essere attribuite in misura non proporzionale ai soci. Peraltro, la posizione dei soci diversi dai titolari di azioni riscattabili potrebbe ritenersi sufficientemente tutelata dall'includibilità dell'autorizzazione assembleare all'acquisto di azioni proprie da ottenersi in via preventiva all'esercizio del potere di riscatto da parte dell'organo amministrativo della società. L'art. 2437-*sexies* c.c., infatti, richiama integralmente l'art. 2357 c.c.

Quanto all'istanza di tutela dei creditori invocata dall'orientamento qui avversato, può poi riproporsi un argomento addotto nel paragrafo precedente per sostenere la generale legittimità di criteri di liquidazione migliorativi delle azioni oggetto di recesso, vale a dire la constatazione che l'ordinamento non riserva a creditori medesimi alcuno strumento di tutela nell'ipotesi in cui l'assemblea modifichi o disponga di poste di netto diverse dal capitale sociale.

Anche nell'ipotesi in cui il potere di riscatto sia statutariamente riconosciuto alla società, la possibilità di riconoscere al riscattato una liquida-

---

<sup>90</sup> Nel sistema *post* riforma, nega che la riduzione del capitale prevista dall'art. 2437-*quater*, sesto comma, c.c. rappresenti un'ipotesi di riduzione obbligatoria «perché è prevista anche la possibilità dello scioglimento», G. MARASÀ, *sub artt. 2437 – 2437-quinques, cit.*, 804. Annotazione che non mi pare risolutiva considerando che anche nelle ipotesi di riduzione per perdite, previste dagli artt. 2446, comma secondo e 2447 c.c. – unanimemente ritenute ipotesi di riduzione obbligatoria – la decurtazione del capitale sociale (e, eventualmente, il contestuale aumento del medesimo) non è l'unica soluzione percorribile. L'assemblea, infatti, potrebbe legittimamente deliberare, in alternativa alla riduzione, lo scioglimento, la trasformazione regressiva ovvero la fusione o la scissione qualora determinino, per effetto dell'integrazione dei patrimoni, l'assorbimento (integrale) della perdita. Alternative tra le quali si annoverano anche l'aumento diretto del capitale sociale, pur in presenza di perdite, nonché le domande e l'istanza contemplate dall'art. 182-*sexies* del R.D. 267/1942. Soluzioni sulle quali si v., rispettivamente, la Massima n. 122 del 18 ottobre 2011 della Commissione Società del Consiglio notarile di Milano, consultabile *on line* al sito *internet* [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it) e M. MIOLA, *Riduzione e perdita del capitale di società in crisi: l'art. 182 sexies l. fall. Parte prima. La sospensione delle regole sulla riduzione del capitale sociale*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, I, 171 ss.; ID. *Riduzione e perdita del capitale sociale di società in crisi: l'art. 182 sexies l. fall. Parte seconda. Profili applicativi e sistemati*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, II, 409 ss.

<sup>91</sup> Così M. CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto...*, *cit.*, 61; negli stessi termini G. FERRARA JR. – F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, 13<sup>a</sup> ed., Milano, 2006, 441, nt. 4; G. DI CECCO, *Fattispecie e disciplina...*, *cit.*, 151 e, seppur dubitativamente, D. GALLETTI, *sub artt. 2437 – 2437-sexies, cit.*, 1639 s.

zione più vantaggiosa rispetto a quella derivante dalla mera applicazione dei criteri legali deve quindi ritenersi legittima<sup>92</sup>.

La possibilità di delineare statutariamente criteri di liquidazione peggiorativi per il riscattato è, invece, generalmente negata in dottrina, e ciò indipendentemente dal soggetto al quale è riconosciuto il potere di riscatto<sup>93</sup>; rare, infatti, sono le voci che, talvolta riconoscendo ampi spazi all'autonomia statutaria, talaltra argomentando dal mancato richiamo dell'art. 2437, ultimo comma, c.c. da parte dell'art. 2437-*sexies* c.c., ritengono che la valorizzazione delle azioni riscattabili possa giungere ad un trattamento più sfavorevole di quello che scaturirebbe dall'applicazione dei criteri legali<sup>94</sup>.

Convince a favore dell'inammissibilità l'argomento secondo il quale, se i criteri di valutazione non possono essere derogati *in pejus* dallo statuto in ogni ipotesi di recesso inderogabile, *a fortiori* dovrebbe ritenersi che un identico divieto sussista altresì in ogni caso in cui l'*exit* sia imposto al socio dalla volontà altrui, e ciò al fine di evitare possibili «fenomeni predatori» del riscattante a danno del riscattato<sup>95</sup>. In termini non dissimili si sostiene che, se i soci riscattabili sono costretti a subire un sostanziale “esproprio” della propria partecipazione, dovrebbe coerentemente essergli riconosciuto un corrispettivo adeguato a tale sacrificio<sup>96</sup>.

Tuttavia, tale impostazione è stata recentemente contestata; *in primo luogo*, mutuando un argomento già emerso prima della riforma, si è affermato che, nelle ipotesi inderogabili di recesso, l'inammissibilità dei criteri di valorizzazione penalizzanti è indice dell'istanza di tutela del socio che vede, senza il proprio consenso, mutare significativamente l'organizzazione sociale e con essa le condizioni di rischio del proprio investimento e che, al contrario, nel riscatto potestativo, la preventiva individuazione delle ipotesi di disinvestimento, seppur coattivo, potrebbe indurre a valutare con maggior libertà le condizioni economiche della vicenda<sup>97</sup>. *In secondo luogo*, si è affermato che un altro argomento parrebbe militare a favore dell'ammissibilità, almeno in talune ipotesi, di criteri peggiorativi. Più pre-

---

<sup>92</sup> M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, cit., 234.

<sup>93</sup> S. MASTURZI, *Riflessi finanziari e patrimoniali...*, cit., 142 s.; Massima n. 99 del 18 maggio 2007 della Commissione Società del Consiglio notarile di Milano, consultabile *on line* al sito internet [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it); N. CIOCCA, *sub art. 2437-sexies*, cit., 813; M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, cit., 230; G. DI CECCO, *Fattispecie e disciplina...*, cit., 259 ss..

<sup>94</sup> S. CARMIGNANI, *sub art. 2437 – 2437-sexies*, cit., 891; L. ENRIQUES, *Spunti in tema di strumenti finanziari partecipativi...*, cit., 113.

<sup>95</sup> N. CIOCCA, *sub art. 2437-sexies*, cit., 813, alla quale si deve la citazione nel testo; M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, cit., 230; G. DI CECCO, *Fattispecie e disciplina...*, cit., 259 ss..

<sup>96</sup> N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, cit., 323; A. PACIELLO, *sub art. 2437 – 2437-sexies*, cit., 1148.

<sup>97</sup> In tal senso, prima della riforma G. PRESTI, *Le clausole di «riscatto»...*, cit., 408, seppur in termini dubitativi, la cui opinione è richiamata da G. BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario nelle s.p.a.*, Tesi di dottorato di ricerca in diritto commerciale interno ed internazionale, Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano, a.a. 2011/2012, 98 ss.

cisamente, si è affermato che in tutte le ipotesi in cui sia rinvenibile il necessario consenso dei soci potenzialmente interessati dall'acquisto coattivo delle proprie azioni<sup>98</sup>, potrebbe ritenersi lecito il sacrificio dell'interesse economico del soggetto passibile di riscatto, in quanto dal medesimo – nell'esercizio della propria autonomia privata – esplicitamente o implicitamente accettato<sup>99</sup>. Da ciò si è desunto che nessun impedimento sembrerebbe sussistere qualora il riscatto potestativo sia previsto sin dalla costituzione della società, dovendo ovviamente constare per la stipula del relativo atto il necessario consenso di tutti i soci, e tra essi quello dei soggetti esposti all'altrui potere di riscatto a valori deteriori rispetto a quelli legali. Parimenti, si è detto che non dovrebbe emergere alcuna criticità qualora le azioni riscattabili a valori penalizzanti siano sottoscritte in sede di aumento di capitale – pur deliberato con le normali maggioranze di legge – poiché in tale ipotesi può rinvenirsi non solo il consenso del sottoscrittore alla soggezione all'altrui potere ma anche l'accettazione da parte del medesimo delle condizioni economiche di riscatto, così come, del resto, accadrebbe per l'acquirente di azioni riscattabili già in circolazione il quale, sostanzialmente, presterebbe la propria acquiescenza alla regolamentazione statutaria del riscatto<sup>100</sup>.

---

<sup>98</sup> Lo spinoso problema dell'introducibilità *durante societate* del riscatto azionario riscontra in dottrina una varietà di soluzioni. Sul punto, l'art. 39 della Direttiva 77/91/CEE – che indubbiamente dovrà ispirare l'interpretazione della normativa italiana – stabilisce che «il riscatto deve essere autorizzato dallo statuto o dall'atto costitutivo, prima della sottoscrizione delle azioni riscattabili», apparentemente stabilendo un vero e proprio divieto di conversione delle azioni in circolazione in azioni passibili di riscatto. Stabilito questo punto fermo, gli orientamenti divergono sulla concreta portata applicativa della regola prevista dalla normativa comunitaria. Alcuni autori, rilevando che «la *ratio* della disposizione è ragionevolmente individuabile nella volontà di offrire espressa tutela al singolo possessore delle azioni in circolazione avverso ogni deliberazione che pretenda di imporgli – successivamente all'emissione delle azioni e senza il suo consenso individuale – un *pacti* ad un altrui potere di riscatto delle proprie azioni», nulla dovrebbe ostare a che una tale garanzia sia rinunciabile, di volta in volta, da parte del singolo interessato (G. DI CECCO, *Fattispecie e disciplina...*, *cit.*, 209 ss., spec. 231 s., ove la citazione) o, a maggior ragione, con il consenso unanime della compagine (E. MALIMPENSA, *I nuovi tipi di circolazione forzata delle partecipazioni sociali: spunti di riflessione...*, *cit.*; 246 s.). Altri autori, invece, sono propensi a ritenere che la *ratio* della regola comunitaria che prescrive l'antioriorità del requisito della riscattabilità rispetto alla sottoscrizione delle azioni riscattabili sia da rinvenire nella finalità di «assicurare parità di trattamento tra gli azionisti attuali potenzialmente interessati [...] ad evitare [...] la riscattabilità» sicché «una clausola di riscatto rispondente all'interesse sociale e non determinante trattamenti discriminatori tra gli azionisti attuali della società ben potrebbe essere introdotta a maggioranza con effetto su tutte le azioni già emesse» (così G.A. RESCIO, *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario: unanimità o maggioranza nell'introduzione della clausola di drag-along?*, in *Giur. comm.*, 2012, II, 1067; in termini non dissimili, pur obliterando l'analisi del dettato comunitario, M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, *cit.*, 294 ss.; in questa prospettiva Massima n. 99 del 18 maggio 2007 della Commissione Società del Consiglio notarile di Milano, consultabile *on line* al sito [internet.wwww.consiglionotarilemilano.it](http://internet.wwww.consiglionotarilemilano.it) nonché, in giurisprudenza, Trib. Perugia, 29 febbraio 2008, in *Giur. comm.*, 2010, II, 304 che afferma l'introducibilità a maggioranza delle clausole di riscatto quando «tutti i soci siano posti nella medesima posizione»; Trib. Milano, 22 dicembre 2014, in *Soc.*, 2015, 367).

<sup>99</sup> Così G. BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario...*, *cit.*, 98 ss.

<sup>100</sup> G. BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario...*, *cit.*, 99.

L'orientamento desta qualche perplessità poiché la sua condivisione equivarrebbe implicitamente a postulare la derogabilità di qualsiasi normativa in materia societaria in presenza del consenso del titolare della posizione giuridica che l'ordinamento intende proteggere. Il che non è, e costituisce – nella specifica situazione in esame – un elemento differenziale tra il diritto societario e quello civile e, in particolare, tra il trasferimento della partecipazione originato da una regola organizzativa e quello scaturente da un'operazione meramente negoziale. Del resto, nessuno avrebbe dubbi a sostenere l'ammissibilità di un contratto di cessione della partecipazione ad un prezzo deteriore rispetto a quello effettivo, ma qualora il trasferimento conseguiva ad una previsione a rilevanza sociale, poiché destinata a vincolare non un socio individualmente inteso ma l'*indeterminato socio* che si trovasse a detenere la partecipazione passibile di riscatto<sup>101</sup>, essa non potrebbe che soggiacere ai principi del diritto societario, e nello specifico, al principio di equa valorizzazione della partecipazione oggetto di riscatto potestativo in quanto inequivocabilmente richiamato dall'art. 2437-*sexies* c.c..

È poi necessario esprimersi sulla validità del principio, o comunque sulla possibilità di incidervi, qualora il riscatto potestativo sia finalizzato a *sanzionare* eventuali inadempimenti dell'azionista. In altri termini, potrebbe ritenersi meritevole di tutela l'interesse della società a *punire* il socio inadempiente non solo con il riscatto delle azioni ma anche con la monetizzazione di queste ad un corrispettivo inferiore al loro valore effettivo. L'ipotesi paradigmatica è quella del socio che non esegue le prestazioni accessorie alle quali è statutariamente obbligato. Nel caso in esame, un robusto appiglio testuale per sostenere l'ammissibilità di tale valorizzazione pu-

---

<sup>101</sup> Quanto riferito nel testo evoca un classico della letteratura giuscommerciale: la distinzione dei patti parasociali dai patti sociali. Sul punto, convince l'orientamento che individua la caratteristica di un patto sociale nella sua *impersonale afferenza alla partecipazione*, vale a dire la destinazione della regola al socio indeterminato, a prescindere quindi dalla sua identità. In tal senso, soprattutto G.A. RESCIO, *La distinzione...*, cit., *passim*; ID., *I patti parasociali nel quadro dei rapporti contrattuali tra i soci*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, III, Torino, 2006, 470. Per una completa rassegna degli orientamenti dottrinali emersi sul tema, si v. il recente lavoro di A. PIANTELLI, *La distinzione dei patti parasociali dai patti sociali nella società di capitali riformata*, in *Contr. e impr.*, 2013, 771 ss. Il dibattito sulla contrapposizione tra il "sociale" e il "parasociale" è probabilmente destinato ad ulteriori sviluppi sulla scia di quell'orientamento che accorda «efficacia corporativa» (vale a dire che riconosce opponibilità alla società oltre che ai paciscenti ma comunque non ai terzi) ai patti stipulati tra tutti i membri della compagine. Sul punto, nelle giurisprudenze di merito, Trib. Genova, 8 luglio 2004, in *Banca borsa tit. cred.*, 2006, II, 236 ss., con nota di E. MACRÌ, *L'efficacia dei patti parasociali*; in *Giur. comm.*, 2007, II, 235 ss., con nota di P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *Patti parasociali, sindacati di voto a maggioranza per teste e forme di tutela*; Trib. Milano, 20 gennaio 2009, in *Soc.*, 2009, 1129 ss., mentre nella giustizia arbitrale, Lodo arbitrale, 7-12 giugno 2000 (G.B. PORTALE, *Presidente*, L.A. BIANCHI e R. SACCHI, *Arbitri*), in *Giur. it.*, 2001, 1208 ss.; Lodo arbitrale, 29 marzo 2007, (G.B. PORTALE, *Presidente*, F. BENATTI e R. SACCHI, *Arbitri*) in *Riv. dir. soc.*, 2007, 171 ss. con nota di A. TUCCI, *Trasferimento di quote di società a responsabilità limitata e patti parasociali*. Per un primo approfondimento dottrinale dedicato *ex professo* alla tematica con, come di consueto, ricchi spunti comparatistici, v. G.B. PORTALE, *Patti parasociali con «efficacia corporativa» nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2015, I, 1 ss.

nitiva è rinvenibile all'art. 2345 c.c. ove si riconosce la possibilità di stabilire «particolari sanzioni per il caso di inadempimento». La natura della previsione sarebbe evidentemente quella di una *clausola penale*, con la conseguenza che l'ammontare della stessa – dato dalla differenza tra il valore delle azioni riscattate e il prezzo di riscatto – non dovrà risultare manifestamente eccessiva rispetto all'interesse del creditore (*scilicet*, della società) all'adempimento, pena la sua *reductio ad equitatem*. La possibilità che l'autorità giudiziaria limiti l'autonomia statutaria, riequilibrando l'ammontare della penale con l'interesse della società all'adempimento delle prestazioni accessorie è, del resto, una tutela significativa per il socio riscattabile obbligato, benché operante esclusivamente *ex post*.

In tema, si è affermato che un simile meccanismo potrebbe astrattamente trovare applicazione anche in situazioni diverse dall'inadempimento delle prestazioni accessorie quale, esemplificativamente, la violazione dei limiti statuari alla circolazione delle azioni che dunque non determinerebbe esclusivamente l'inopponibilità dell'acquisto alla società ma anche la soggezione dell'acquirente al potere di riscatto economicamente punitivo da parte della società medesima. Si è infatti sostenuta, in termini generali, la legittimità della previsione purché sussistano due presupposti indefettibili: la sussistenza di un inadempimento del riscattato e la circostanza che legittimata al riscatto sia la società, poiché il trattamento economico deteriore del riscattato deve rispondere ad un interesse effettivo della società a sanzionarlo<sup>102</sup>.

L'orientamento risulta condivisibile specie considerando che, in dottrina, si giunge alla medesima conclusione analizzando l'istituto dell'esclusione del socio di s.r.l.<sup>103</sup>, come già emerso assimilabile al riscatto azionario con finalità sanzionatoria.

Esaurita l'analisi dei principi che governano la valorizzazione delle azioni riscattabili *ex art. 2437-sexies c.c.*, occorre soffermarsi su quelli che regolano la diversa fattispecie delle azioni redimibili, cioè che attribuiscono al titolare una *put option statutaria*. Al contrario di quanto accade nell'ipotesi tipizzata dal legislatore, è qui il titolare delle azioni redimibili a vedersi riconosciuto il diritto potestativo di trasferire le proprie partecipazioni, cui è correlata la soggezione degli altri azionisti o della società e, a seguito dell'esercizio di tale configurazione del diritto al disinvestimento, l'obbligo di acquisto delle altrui partecipazioni in capo ai medesimo. L'assimilazione di tale fattispecie alle ipotesi contemplate dagli artt. 2355-*bis*, 2505-*bis* e 2506-*bis* c.c. ha indotto taluno a ritenere che il corrispettivo dell'acquisto debba essere sempre determinato nella misura stabilita dall'art. 2437-*ter* c.c.<sup>104</sup> Tuttavia, tali ipotesi di *put option* tipizzate dal legislatore ri-

---

<sup>102</sup> M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, cit., 230 ss.

<sup>103</sup> V. *infra* par. 4, nt. 112.

<sup>104</sup> R. SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni "redimibili"...*, cit., 640 e 643.

spondono a specifiche *rationes*<sup>105</sup> insussistenti nel caso delle azioni redimibili, il che induce a ritenere che le similitudini tra la fattispecie in analisi e quelle tipiche possa arrestarsi agli effetti, e non necessariamente estendersi all'elemento della valorizzazione.

Del resto, è già emerso che la fattispecie in esame non sembrerebbe potersi distinguere dal recesso convenzionale: entrambe trovano la propria fonte in un'autonoma previsione statutaria e, in punto di effetti, comportano il disinvestimento *volontario* del socio. Sicché la valorizzazione delle azioni redimibili dovrebbe giovare della medesima libertà (di derogare in senso migliorativo o peggiorativo i criteri legali) che si è riconosciuta sussistente per la valorizzazione delle azioni oggetto di recesso convenzionale.

Tale percorso interpretativo è generalmente condiviso in dottrina quando la clausola assuma la fisionomia di *put option* che si esaurisce esclusivamente *tra soci*<sup>106</sup>. Il socio che ha la facoltà di vendere le proprie azioni, infatti, potrebbe liberamente decidere di non esercitare l'opzione; d'altra parte, i soci che si vincolano all'acquisto dovrebbero necessariamente esprimere il proprio consenso all'introduzione della relativa clausola – in quanto esposti ad un potenziale sacrificio economico ulteriore rispetto al conferimento iniziale – e così concordare sulle modalità di determinazione del prezzo di acquisto<sup>107</sup>.

Diversamente, nel caso l'obbligo di acquisto delle azioni redimibili gravi sulla società, la previsione di un meccanismo di valorizzazione disancorato dai criteri legali – e, eventualmente, di un corrispettivo determinato a priori in misura fissa – «finirebbe per trasformare l'azionista in creditore»<sup>108</sup>.

Della persuasività di tale argomentazione, tuttavia, sembra potersi seriamente dubitare. Innanzitutto perché l'obbligo di acquisto della società deve essere necessariamente condizionato al rispetto dei limiti qualitativi stabiliti dall'art. 2357, primo comma, c.c. per l'acquisto di azioni proprie, vale a dire la sussistenza di utili distribuibili e riserve disponibili, sicché, in assenza di tali poste di bilancio, il socio titolare di azioni redimibili non potrebbe ottenere dalla società la liquidazione della propria partecipazione. Inoltre, la società avrebbe comunque la possibilità di deliberare lo scioglimento volontario prima dell'esercizio dell'opzione medesima così inibendo la pretesa al rimborso del socio titolare di azioni redimibili, ovvero dopo l'esercizio dell'opzione, così rendendolo inefficace.

---

<sup>105</sup> Impedire la “prigionia” del socio; esentare la società dall'ottenere una valutazione di congruità del rapporto di cambio, permettere l'attribuzione non proporzionale ai soci della scissa delle partecipazioni nella beneficiaria.

<sup>106</sup> N. CIOCCA, *sub art. 2437-sexies, cit.*, 813. Ammette la totale derogabilità dei criteri di liquidazione qualora l'obbligo di acquisto delle azioni redimibili sia in capo ad altri soci anche M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili, cit.*, 108.

<sup>107</sup> N. CIOCCA, *sub art. 2437-sexies, cit.*, 813.

<sup>108</sup> N. CIOCCA, *sub art. 2437-sexies, cit.*, 813.

In conclusione, è quindi possibile affermare che la valorizzazione delle azioni redimibili è sostanzialmente rimessa all'autonomia delle parti che, patisce quale unico limite il divieto del patto leonino. Come già indicato, esso dovrà ritenersi violato qualora il riscatto ad opzione non abbia alcun presupposto di esercizio e qualora la valorizzazione siabilita in misura fissa o comunque in misura tale da neutralizzare la partecipazione al rischio d'impresa.

#### **4. Esclusione del socio di s.r.l. e il rimborso della partecipazione.**

L'ordinamento ante riforma conosceva l'esclusione del socio di s.r.l. nella sola ipotesi del mancato pagamento delle quote di cui al previgente art. 2477 c.c. e, secondo l'orientamento più accreditato tra gli interpreti, impediva all'autonomia statutaria di delineare ulteriori ipotesi convenzionali.

Il legislatore della riforma, adottando il nuovo art. 2473-bis c.c., ha sacrificato il principio di tassatività delle cause di esclusione del socio, apparentemente relegando la tutela dei creditori sociali – potenzialmente pregiudicati dalla diminuzione della garanzia patrimoniale dell'ente in conseguenza dell'attribuzione di risorse sociali all'escluso a titolo di rimborso – all'intangibilità del capitale sociale al fine del rimborso medesimo.

L'articolo suddetto autorizza l'atto costitutivo a «prevedere specifiche ipotesi di esclusione per giusta causa del socio»; la facoltà di contemplare cause di esclusione ulteriori rispetto a quella della mancata esecuzione dei conferimenti (*cf.* art. 2466 c.c.) è subordinata alla sussistenza del requisito della *specificità* e di quello della *giusta causa*.

Il primo requisito deve probabilmente essere ricondotto ad una duplice esigenza di tutela: da un lato, l'indubbio interesse dei soci a conoscere preventivamente le circostanze che potrebbero determinare la loro estromissione<sup>109</sup> e, dall'altro, l'esigenza dei creditori a conoscere le ipotesi al verificarsi

---

<sup>109</sup> Nonostante sia ritenuta configurabile una clausola statutaria di esclusione automatica del socio (*cf.* C. ESPOSITO, *L'esclusione come strumento...*, *cit.*, 284 ss.; P. PISCITELLO, *Recesso e esclusione...*, *cit.*, 738; F. MAGLIULO, *Il recesso e l'esclusione*, *cit.*, 301; F. ANNUNZIATA, *sub art. 2473-bis*, in *Società a responsabilità limitata*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 541; M. CIAN, *sub art. 2473-bis*, *cit.*, 506), nell'eventuale silenzio dello statuto dovrà ritenersi che l'operatività dell'esclusione si produca solamente a seguito di una manifestazione di volontà in tal senso da parte della società. Depongono a favore di tale soluzione sia ragioni sistematiche, giacché l'ordinamento societario mostra preferenza per il meccanismo di esclusione basato sull'iniziativa della società, sia ragioni di ordine teleologico, «in quanto, se si tiene conto che l'istituto dell'esclusione del socio è certamente concepito in funzione dell'interesse della società, alla quale contente di proseguire la propria attività senza più il fardello di un soggetto ormai disutile alla medesima, è del tutto ovvio che sia proprio la società a disporre del suddetto interesse, valutando ad esempio se un fatto obiettivamente idoneo, nel momento in cui si produce, a giustificare la recisione del rapporto, trovi eventuale compensazione in successivi comportamenti o vicende del socio tali da rendere la permanenza ancora funzionale al perseguimento dell'oggetto sociale»; così G. ZANARONE, *sub art. 2473-bis*, *cit.*, 868. Si discute poi se la decisione in ordine all'esclusione del socio sia rimessa agli amministratori o ai so-



delle quali potrebbero assistere ad una decurtazione della propria garanzia rappresentata dal patrimonio sociale<sup>110</sup>. Come è stato lucidamente messo in luce, infatti, se è vero che l'interesse dei creditori a non vedere pregiudicate le proprie ragioni è perseguito dal legislatore sancendo l'impossibilità di procedere al rimborso del socio escluso mediante riduzione del capitale sociale, è altrettanto vero che si tratta di un obiettivo raggiunto solo parzialmente, in quanto – come già emerso a proposito del recesso – nessuna tutela ricevono i creditori nell'ipotesi di depauperamento del patrimonio attraverso l'utilizzo di riserve disponibili, con la conseguenza che il loro interesse dovrebbe trovare salvaguardia quantomeno nella possibilità di conoscere anticipatamente le circostanze suscettibili di esporli ad un simile rischio<sup>111</sup>.

Le ipotesi di esclusione dovranno dunque essere individuate con sufficiente chiarezza nonché con un significativo grado di determinazione<sup>112</sup>e conseguentemente dovranno ritenersi nulle quelle clausole che rimettano all'apprezzamento degli altri soci la sussistenza del presupposto di esclusione<sup>113</sup>.

Il requisito della giusta causa è, invece, giustificato, oltre che sulla base del principio di ordine pubblico che precluderebbe ad una parte la possibilità di rimettere la propria posizione contrattuale al mero arbitrio

---

ci. Nel primo senso, applicando analogicamente l'art. 2466 c.c., O. CAGNASSO, *La società...*, cit., 178; nel secondo, correttamente applicando direttamente l'art. 2479, comma secondo, n. 5, c.c., C. ESPOSITO, *L'esclusione come strumento...*, cit., 273 ss.; B. PETRAZZINI, *L'esclusione del socio nella s.r.l.*, in *Le nuove s.r.l.*, diretta da M. Sarale, Bologna, 2008, 274 ss.; G. ZANARONE, *sub art. 2473-bis*, cit., 869. Diversamente, F. MAGLIULO, *Il recesso e l'esclusione*, cit., 301 e G.M. MICELI – G.A.M. TRIMARCHI, *I limiti all'autonomia statutaria nella s.r.l. in tema di esclusione per giusta causa e di obblighi dei soci tra silenzio e ermetismo legislativo*, in *Riv. not.*, 2007, 464 i quali, applicando analogicamente l'art. 2287 c.c., concludono che la decisione spetta sì ai soci ma che la maggioranza sia da calcolare per teste e non per quote.

<sup>110</sup> G. ZANARONE, *sub art. 2473-bis*, cit., 858.

<sup>111</sup> G. ZANARONE, *sub art. 2473-bis*, cit., 858.

<sup>112</sup> F. ANNUNZIATA, *sub art. 2473-bis*, cit., 538; M. CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto...*, cit., 54 s., F. NIEDDU ARRICA, *L'esclusione*, in *La nuova s.r.l. Prime letture e proposte interpretative*, a cura di F. Farina, C. Ibba, G. Racugno, A. Serra, Milano, 2004, 197; G. ZANARONE, *sub art. 2473-bis*, cit., 860; G.M. MICELI – G.A.M. TRIMARCHI, *I limiti all'autonomia...*, cit., 454. In senso conforme, Trib. Milano, 5 settembre 2014, in *Vita not.*, 2014, 1389 che ha ritenuto nulla, in quanto priva del requisito di specificità, la previsione statutaria in forza della quale è ammessa l'esclusione del socio che «si renda gravemente inadempiente alle obbligazioni che derivano dalla legge o dal contratto sociale o, in qualsiasi modo, causi discredito commerciale alla società o leda il rapporto di fiducia con gli altri soci» similmente a quanto statuito da Trib. Milano, 3 luglio 2014, in *Soc.*, 2014, 1273, che ha ritenuto illegittima la previsione statutaria a mente della quale è ammessa l'esclusione del socio che si renda gravemente inadempiente alle obbligazioni che derivano dalla legge e dallo statuto; Trib. Milano, 28 febbraio 2014, in *Soc.*, 2014, 751; Trib. Milano, 7 novembre 2013, in *Giur. It.*, 2014, 907 nota di B. PETRAZZINI, *Esclusione del socio di s.r.l. e clausola compromissoria*; Trib. Treviso, 17 giugno 2005, in *Soc.*, 2006, 1273; *contra*, Trib. Milano, 31 gennaio 2006, in *Soc.*, 2006, 1403, che ha reputato legittima la previsione statutaria che autorizzava l'esclusione del «socio che con la sua condotta renda impossibile il funzionamento dell'ente».

<sup>113</sup> C. ESPOSITO, *L'esclusione come strumento...*, cit., 268 nt. 22; P. PISCITELLO, *Recesso e esclusione...*, cit., 736 s.; Trib. Trento, 4 aprile 2013, in *Pluris*.

dell'altra<sup>114</sup>, ad una generale istanza di conservazione della partecipazione sociale, specie in un tipo, come quello in parola, caratterizzato dalla rilevanza centrale del socio<sup>115</sup>.

Nonostante alcuni autori ritengano che per la sussistenza di tale requisito sia sufficiente la qualifica statutaria, vale a dire che lo statuto definisca «giusta» quella causa che i soci hanno concretamente individuato quale presupposto dell'esclusione<sup>116</sup>, pare preferibile l'opposto orientamento *oggettivo*, secondo il quale la giusta causa di esclusione sussisterebbe esclusivamente qualora il contegno del socio sia tale da non consentire la prosecuzione del rapporto, pregiudicando o comunque intralciando lo svolgimento dell'attività comune, e con esso il perseguimento dello scopo sociale<sup>117</sup>. Sicché potrà essere individuata quale giusta causa di esclusione l'inadempimento a doveri sociali, o l'impossibilità sopravvenuta di adempiervi, nonché la perdita in capo ai soci di determinati requisiti soggettivi<sup>118</sup>, come altrove testimoniamo gli artt. 2286 e 2533 c.c.

L'art. 2473-bis c.c., dopo aver esplicitato i requisiti indefettibili che devono caratterizzare una clausola statutaria di esclusione, stabilisce che ad essa si «applicano le disposizioni dell'articolo precedente, esclusa la possibilità del rimborso della partecipazione mediante riduzione del capitale». Il rinvio deve evidentemente intendersi limitato ai commi dell'art. 2473 c.c. che regolano il diritto di rimborso del socio recedente, articolato nella determinazione dell'entità di tale rimborso e nella procedura di effettuazione del medesimo.

Anche il socio escluso, di conseguenza, avrà diritto ad ottenere il rimborso della propria partecipazione, il cui valore sarà determinato d'accordo tra le parti, o in caso di disaccordo da un esperto nominato dal tribunale, in proporzione al patrimonio sociale e tenendo conto del valore di mercato del medesimo; la liquidazione dovrà poi essere eseguita entro centottanta giorni dall'esclusione mediante acquisto pro-quota della partecipazione da parte degli altri soci o di un terzo concordemente individuato oppure, quando nessuno di tali soggetti sia disponibile all'acquisto, utilizzando riserve disponibili.

---

<sup>114</sup> In questi termini, incisivamente, M. PERRINO, *Le tecniche di esclusione del socio...*, cit., 242 ss.. Se non mi inganno, l'argomento potrebbe essere addotto anche a sostegno dell'orientamento secondo il quale sarebbe interdetta la possibilità di delineare un potere di riscatto potestativo *ad nutum*. Sul punto, si v. *supra*, par. 3, nt. 82.

<sup>115</sup> G. ZANARONE, *sub art. 2473-bis*, cit., 859.

<sup>116</sup> F. MAGLIULO, *Il recesso e l'esclusione*, cit., 298; C. ESPOSITO, *L'esclusione come strumento...*, cit., 264 ss..

<sup>117</sup> G. ZANARONE, *sub art. 2473-bis*, cit., 862. In senso conforme, M. CIAN, *sub art. 2473-bis*, cit., 502, ove ulteriori riferimenti, secondo il quale «per giusta causa di esclusione deve intendersi ogni accadimento, riguardante la persona del socio, che sia idoneo a pregiudicare la profittevole prosecuzione del rapporto sociale con il medesimo; si deve dunque trattare di vicende o comportamenti individuali, che minano l'interesse al buon andamento dell'iniziativa societaria, come programmato dai compartecipi».

<sup>118</sup> Per un'ampia casistica, si v. M. CIAN, *sub art. 2473-bis*, cit., 502 ss.

Sotto questo profilo, tra l'esclusione statutaria di cui all'art. 2473-bis c.c. e quella legale per inadempimento dell'obbligo di conferimento di cui all'art. 2466 c.c. esiste una significativa differenza, dal momento che in tale ultima ipotesi, a differenza che nella prima, il socio escluso non ha diritto ad alcun rimborso, come si evince dalla circostanza che la società è legittimata a trattenere le somme già versate dal socio escluso<sup>119</sup>.

La liquidazione dell'escluso, allorché consegua ad autonome ipotesi statutarie, dovrà quindi essere effettuata in ossequio al principio di equa valorizzazione della partecipazione.

Ciò non significa, tuttavia, che al socio escluso possa essere effettivamente attribuito un valore inferiore a quello scaturente dall'applicazione dei criteri legali, almeno nelle ipotesi in cui la società vanti un credito a titolo di risarcimento dei danni da inadempimento nei suoi confronti, il che, in presenza dei requisiti della liquidità ed esigibilità, darebbe luogo a compensazione legale fino a concorrenza del credito al rimborso dell'escluso<sup>120</sup>.

Si pone quindi il problema di stabilire se sia possibile prevedere una penale a carico del socio escluso, così individuando una preventiva e convenzionale liquidazione del danno da inadempimento. Non intravedendosi motivi a sostegno di una differente conclusione, ciò pare possibile sempre che il caso di esclusione trovi fondamento in un inadempimento di un obbligo stabilito dalla legge o dall'atto costitutivo. Non pare, infatti, conciliabile l'istituto della penale con comportamenti non imputabili al socio, quali quelli determinati dalla semplice impossibilità sopravvenuta della prestazione, ovvero nei casi di interdizione, di inabilitazione, di perdita di requisiti soggettivi per circostanze indipendenti dalla volontà del socio *etc.*; in tali ipotesi, infatti, pur potendo sussistere un danno per la società non vi sarebbe alcun obbligo di risarcimento in capo al socio escluso e così la penale perderebbe la sua naturale funzione, risolvendosi in ingiustificato effetto afflittivo per il socio escluso. Ciò non comporta, tuttavia, che si debba negare un utilizzo della penale come reazione ad un inadempimento, anche in carenza di un danno patrimoniale alla società; se infatti anche in tale peculiare caso essa non assumerebbe chiaramente funzione risarcitoria, bensì *punitiva*, tale effetto sarebbe, tuttavia, giustificato, in quanto rapportato ad un inadempimento da parte del socio<sup>121</sup>.

In tema di valorizzazione della partecipazione del socio escluso, occorre poi confrontarsi con l'orientamento, da taluno recentemente proposto,

---

<sup>119</sup> F. MAGLIULO, *Il recesso e l'esclusione*, cit., 299.

<sup>120</sup> G. ZANARONE, *sub art. 2473-bis*, cit., 878, nt. 73.

<sup>121</sup> L'apponibilità di una penale alla clausola statutaria di esclusione è sviluppata, in termini del tutto condivisibili, da L. BARCHI, *L'esclusione del socio nella società a responsabilità limitata*, in *Not.*, 2006, 155 ss. Sul punto, si v. anche O. CAGNASSO, *sub art. 2473-bis*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Bologna, 2004, 1847; P. REVIGLIONE, *Il recesso...*, cit., 248 ss.; F. CASALE, *L'esclusione del socio nella società a responsabilità limitata*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 840 ss..

secondo il quale la preclusione di criteri peggiorativi di valutazione nelle ipotesi inderogabili di recesso non varrebbe per le ipotesi di esclusione stante il loro carattere convenzionale; caratteristica, quest'ultima, che piuttosto le accomunerebbe alle ipotesi di recesso di fonte statutaria, in relazione alle quali, come già emerso, i soci possono giovare di ampia libertà per quel che concerne sia l'individuazione della fattispecie sia la definizione della disciplina, e con essa il profilo della valorizzazione<sup>122</sup>.

L'orientamento non convince poiché, come persuasivamente si è messo in luce, «se è vero che l'autonomia statutaria, allorché sia legittimata ad attribuire al socio una situazione di vantaggio che potrebbe anche non attribuirgli (come il diritto di recesso), è implicitamente legittimata (in base al principio per cui nel più è contenuto il meno) a configurare tale situazione in senso meno favorevole rispetto a quello determinato dalla legge, è però altrettanto vero che per la medesima autonomia, allorché sia autorizzata ad imporre al socio una situazione di svantaggio che potrebbe anche non imporre (come appunto l'esclusione), il principio di cui sopra comporta la possibilità di configurare tale svantaggio in termini più lievi rispetto a quelli designati dal legislatore, ma non certo più gravi», come scaturirebbe dalla possibilità di liquidare la partecipazione del socio escluso per un valore inferiore a quello effettivo<sup>123</sup>.

Nessun motivo pare invece opporsi alla previsione di criteri più favorevoli; anzi la soluzione positiva pare in questo contesto più agevole proprio perché è preclusa la possibilità di rimborsare l'escluso mediante riduzione del capitale<sup>124</sup>.

## 5. Le clausole di *drag-along*.

Il mondo degli affari e le sue esigenze danno incessantemente origine a nuove strutture giuridiche atipiche volte a regolare molteplici aspetti dell'investimento societario. Tra queste può annoverarsi la clausola di *drag-along*, frequentemente inclusa in patti parasociali e più di recente diffusa anche negli statuti<sup>125</sup> che, al fine di rendere più facile e proficua la commerciabilità dell'intero capitale nominale della società, attribuisce il diritto ad un socio di negoziare la vendita non solo della propria partecipazione ma

---

<sup>122</sup> In questi termini, per vero isolatamente, B. PETRAZZINI, *L'esclusione del socio...*, cit., 289; F. NIEDDU ARRICA, *L'esclusione...*, cit., 222 s.

<sup>123</sup> G. ZANARONE, *sub art. 2473-bis*, cit., 880 s., nt. 78. Nel senso dell'inderogabilità *in pejus*, si v. anche, in dottrina, F. ANNUNZIATA, *sub art. 2473-bis*, cit., 545 ss.; F. ZABBAN, *sub art. 2473-bis*, in *Codice commentato delle s.r.l.*, diretto da P. Benazzo e S. Patriarca, Torino, 2006, 309; M. CIAN, *sub art. 2473-bis*, cit., 510 s.; e in giurisprudenza, T. Lucca, 11 gennaio 2005, cit.; Trib. Milano, 24 maggio 2007, in *Pluris*.

<sup>124</sup> E v. infatti F. ANNUNZIATA, *sub art. 2473-bis*, cit., 545 ss.; M. CIAN, *sub art. 2473-bis*, cit., 511.

<sup>125</sup> Sulla scia di quella tendenza alla «migrazione dal parasociale al sociale» incentivata dalla nuova disciplina dei patti parasociali introdotta dalla riforma del diritto societario che ne limita la durata al quinquennio, a differenza dei patti di natura sociale che godono di durata illimitata; in tema, M. NOTARI, *Le categorie speciali...*, cit., 611.

anche quella di altri soci, i quali, per contro, si obbligano a cedere le proprie partecipazioni al terzo offerente con il quale il socio venditore abbia raggiunto l'accordo di cessione, tendenzialmente alle medesime condizioni contrattuali, e così al medesimo prezzo, ottenuto *pro quota* dal venditore medesimo.

La previsione, dunque, determina la regolamentazione preventiva del momento di liquidazione dell'investimento, al quale si dimostrano particolarmente sensibili i *venture capitalist* la cui attività si articola essenzialmente nella raccolta di capitali presso gli investitori, nel successivo investimento nel capitale nominale delle imprese prescelte e nella conclusiva liquidazione dell'investimento finalizzata ad ottenere un *capital gain*, dato dalla differenza tra il prezzo di acquisto e quello di cessione della partecipazione nelle imprese medesime. L'operazione di *venture capital* determina quindi la compresenza nel capitale dell'impresa di *partners* finanziari e industriali, i cui orizzonti temporali di investimento possono divergere sensibilmente e quindi patentemente collidere nel momento in cui il soggetto finanziario determina di liquidare l'investimento. Da qui l'esigenza di predisporre *ex ante* degli strumenti che consentano di risolvere tale disallineamento di interessi, consentendo al *venture capitalist* di trasferire una partecipazione totalitaria nella società senza patire comportamenti opportunistici, o del tutto ostruzionistici, del *partner* industriale. Più precisamente, la clausola di *drag-along* risponde all'esigenza di tutelare l'interesse del *venture capitalist* a non veder pregiudicato il suo diritto di disinvestimento dalla difficoltà di trovare un acquirente disposto a rilevare solo una quota del capitale, ancorché di maggioranza. Del resto, l'assunzione di una partecipazione totalitaria risulta più appetibile per l'acquirente giacché evita la convivenza con una minoranza potenzialmente ostile ed evita altresì il rischio che la stessa minoranza alieni in seguito le proprie partecipazioni a terzi non graditi, consentendo di monitorare la futura composizione della compagine.

La clausola di *drag-along* ha catturato l'interesse degli interpreti a seguito di una vicenda giudiziaria cautelare giunta all'attenzione del Tribunale di Milano<sup>126</sup> il quale, sulla scorta di un orientamento del notariato milane-

---

<sup>126</sup> Trib. Milano, 1 aprile 2008, in *Giur. comm.*, 2009, II, 1029, con nota di L. FABBRINI, *Validità delle clausole di drag along*; in *Giur. it.*, 2009, II, con nota di R. WEIGMANN, *Nota in tema di clausola di covendita*; in *Soc.*, 2008, 1373, con commento di C. DI BITONTO, *Clausola statutaria di c.d. drag along: chi era costei?*; in *Riv. dir. comm.*, 2010, II, con nota di L. ROSSANO, *La natura e la validità della clausola di drag along*; poi affrontata da Lodo arbitrale, 29 luglio 2008 (A. MAZZONI, *Arbitro unico*), in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II, 493, con nota di C.F. GIAMPAOLINO, *Clausole di covendita (drag-along) e "equa valorizzazione" dell'azione*. Il medesimo Tribunale ha poi avuto modo di pronunciarsi in due occasioni sui *quorum* necessari per l'introduzione della clausola: dapprima in ambito di s.p.a., statuendo la necessaria unanimità dei consensi: Trib. Milano, 25 marzo 2011, in *Not.*, 2011, 395, con commento di P. DIVIZIA, *Clausole di tag-along e drag-along e modalità di introduzione nello statuto*; in *Giur. It.*, 2011, 2582, con nota di S. LUONI, *Introduzione a maggioranza delle clausole di covendita: osservazioni sul tema*; in *RDS*, 2011, I, 652, con commento di E. MALIMPENSA, *Introduzione durante societate di riscatto e drag-along e principio maggioritario*; e in *Giur. comm.*, 2012, 1050, con nota di G.A. RESCIO,

se<sup>127</sup>, ne ha statuito la validità, in presenza di determinati presupposti. Più precisamente la clausola attribuiva all'azionista titolare di un numero di azioni rappresentative di oltre il 50 per cento del capitale sociale, il diritto a vendere al terzo offerente, congiuntamente alle proprie azioni, quelle di tutti gli altri soci. La regolamentazione statutaria del trasferimento contemplava altresì un clausola di prelazione e una di *tag-along*, vale a dire l'attribuzione – nel qual caso, all'azionista titolare di un numero di azioni rappresentative di meno del 50 per cento del capitale sociale – del diritto di “co-vendere” con il socio di maggioranza, così profittando delle condizioni economiche da questi ottenute in caso di cessione della relativa partecipazione maggioritaria.

Sulla natura “sociale” della clausola di *drag-along* non dovrebbero esservi dubbi<sup>128</sup>.

Da un lato, infatti, regolando il momento del disinvestimento, essa si colloca nel *genus* delle clausole statutarie che disciplinano la circolazione delle azioni<sup>129</sup> la cui rilevanza sociale è testimoniata dall'esplicito riconoscimento della competenza assembleare a deliberare – a maggioranza – l'introduzione nello statuto sociale, la modifica e la soppressione di quella *species* di clausole che genera una limitazione alla circolazione suddetta nonché dalla previsione della causa legale, seppur derogabile, di recesso per gli azionisti che non vi hanno concorso (*cf.* art. 2437, comma secondo, lett. b), c.c.). Altrimenti detto, sia la *competenza* a regolare il trasferimento delle partecipazioni, sia i *rimedi* derivanti dalla modifica della disciplina convenzionale di tale momento circolatorio, depongono incontrovertibilmente a favore della natura sociale della clausola di *drag-along*<sup>130</sup>.

---

*Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario...*, cit., 1059 ss., in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, I, 65 ss., con nota di N. DE LUCA, *Ancora sulle clausole di accodamento e trascinamento* (tag e drag-along). *Possono essere introdotte a maggioranza?* e successivamente in ambito di s.r.l., statuendo l'introducibilità a maggioranza «purché tutti quanti i soci vengano a trovarsi nella medesima posizione rispetto all'evento futuro della cessione a terzi che dà origine al diritto di *drag-along*»: Trib. Milano, 22 dicembre 2014, cit., 366.

<sup>127</sup> Massima n. 88 del 22 novembre 2005 della Commissione Società del Consiglio notarile di Milano, consultabile *on line* al sito *internet* [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it).

<sup>128</sup> Nonostante l'isolata voce di C. ANGELICI, *Fra «mercato» e «società»*, cit., 226, che ne ammette la validità nel solo caso sia oggetto di un patto parasociale, giacché altrimenti risulterebbe «estranea alla società ed ai principi che presiedono la sua organizzazione».

<sup>129</sup> Pur non esaurendosi in un mero vincolo alla circolazione delle azioni bensì determinando allo stesso tempo un meccanismo di vendita *coattiva* delle partecipazioni. Come correttamente si è messo in luce, è indiscutibile che nel caso del *drag-along* ricorra *anche* un vincolo di questo genere: «quando si verifica il presupposto identificato nella clausola, infatti, il “trascinato” non può alienare le proprie azioni a chi vuole e al prezzo che desidera, in quanto le deve alienare a chi acquisti le azioni di tutti i soci e al prezzo convenuto da altri»; così G.A. RESCIO, *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario...*, cit., 1061.

<sup>130</sup> L'impostazione è stata recentemente condivisa da G. SBISÀ, *Dialogo con la giurisprudenza sulle clausole statutarie di trascinamento* (drag-along), in *Contr. impr.*, III, 2015, 628 ss.

Dall'altro lato, il diritto di un socio di obbligarne altri alla vendita, che della clausola è oggetto, attiene potenzialmente a qualsiasi azionista. Vale a dire che la clausola in questione detta una regola statutaria rivolta indistintamente a tutte le azioni, pur essendo l'azionabilità della stessa condizionata al raggiungimento di una determinata aliquota del capitale sociale. Da questo punto di vista, dunque, si scorge una chiara simmetria con le clausole limitative del diritto di voto la cui analisi, unitamente a quella di altri indici normativi presenti nell'ordinamento societario, hanno consentito di giungere a postulare la legittimità di quelle previsioni statutarie che subordinano il riconoscimento di determinate situazioni soggettive al verificarsi di condizioni oggettive, predeterminate e potenzialmente riferibili ad ogni azionista. A ragione di quanto precede, non si ritiene sussistano impedimenti a strutturare la clausola in modo tale che il diritto di negoziare la partecipazione altrui non competa al titolare di una determinata aliquota del capitale sociale bensì connoti la posizione di colui che versa in una situazione soggettiva diversa, purché caratterizzata dall'oggettività, dalla predeterminazione e dalla potenziale riferibilità ad ogni azionista. Del resto, è doveroso rimarcare che la clausola di *drag-along* si inquadra nell'ambito dell'atipico sicché l'autonomia statutaria potrà delineare strutture multiformi. L'atipicità della figura, e il principio di libertà nella determinazione del contenuto delle varie categorie azionarie, consentono ad esempio di stabilire che il diritto di negoziare la partecipazione altrui caratterizzi esclusivamente una determinata classe di partecipazioni. In altri termini, si potrebbe prevedere statutariamente che il diritto – «diverso» *ex art. 2348 c.c.* – di “trascinamento” spetti ad una classe di partecipazione e, correlativamente, che l’“obbligo di co-vendita” connoti l'altra o le altre classi di partecipazioni in cui è suddiviso il capitale della società<sup>131</sup>. In effetti, in ambito di s.p.a., è questa l'ipotesi più ricorrente nella prassi, considerando che in genere l'azionista finanziario e quello industriale, nello stabilire l'assetto di *governance* conseguente all'accordo di investimento che precede l'ingresso del *partner* finanziario nel capitale dell'impresa, vengono a detenere azioni appartenenti a differenti

---

<sup>131</sup> In altre parole, non leggerei in termini preclusivi l'affermazione del Trib. Milano, 1 aprile 2008, *cit.*, secondo la quale «il recepimento a livello statutario di una clausola di “drag along” non contrasta con il carattere capitalistico della s.p.a. per il fatto di costituire attribuzione di un diritto special ad un singolo azionista, purché il diritto di trascinamento possa spettare a chiunque si trovi a raggiungere una determinate soglia di partecipazione al capitale sociale». D'altronde è lo stesso Tribunale ad operare l'accostamento tra la clausola di *drag-along* e quella di riscatto, potere che stante la lettera dell'art. 2437-*sexies* c.c., pacificamente può essere attribuito a categorie di azioni. L'annotazione riportata, infatti, pare più che altro finalizzata a rispondere a quella teoria – emersa in un parere *pro-veritate* inedito, reso da G.B. PORTALE in corso di causa e citato da C. D'ALESSANDRO, *Patti di «co-vendita»* (tag along e drag along), in *Riv. dir. civ.*, 2010, 409, nt. 73 – secondo la quale la clausola di *drag-along* sarebbe invalida in quanto consacrate un diritto particolare di un determinato azionista, in contrasto con il principio di uguaglianza della posizione conferita a tutte le azioni (o da tutte le azioni di una determinata categoria) ai loro titolari. Si noti, peraltro, che l'A. del parere sembra oggi aver mutato opinione sulla possibilità di attribuire all'azionista diritti *ad personam*; e v. infatti G.B. PORTALE, *Tra diritto dell'impresa e metamorfosi della s.p.a.*, *cit.*, 112 ss. nonché ampiamente, *supra*, Cap. I, Sez. II., par. 7.

categorie azionarie. E ancora, in ambito di s.r.l., il diritto di trascinare altri soci nella vendita potrebbe essere oggetto di un'attribuzione *ad personam*, in ossequio all'interpretazione estensiva, da chi scrive condivisa, del contenuto dei diritti particolari *ex art. 2468*, terzo comma, c.c. L'aver affermato che *tutti i diritti dal contenuto (amministrativo e/o) patrimoniale* siano suscettibili di attribuzione differenziata ai singoli soci, permette di ritenere inclusi nel novero quelli che riguardano il disinvestimento dalla società, cioè la *monetizzazione* della partecipazione del socio. Altra strutturazione della clausola, in un certo senso "democratica", potrebbe essere quella di attribuire il diritto di *drag-along* a tutti gli azionisti, a prescindere dalla circostanza che il "trascinante" versi in una determinata situazione soggettiva<sup>132</sup>, subordinando quindi l'innescio del meccanismo statutario alla sola ricezione di un'offerta di acquisto totalitaria, il che, naturalmente, imporrebbe di regolamentare l'eventuale conflitto che sussisterebbe nell'ipotesi in cui *diversi* soci ricevano *diverse* offerte concorrenti.

Un altro aspetto fondamentale sul quale conviene soffermarsi è quello della natura giuridica della clausola al quale si connette il tema della legittimazione a disporre della partecipazione del socio "trascinato".

Il Tribunale di Milano ha statuito che il meccanismo statutario giunto alla sua analisi «può essere ricostruito come prevedente la concessione da parte del socio di minoranza (promittente) al socio di maggioranza (stipulante) di «un'opzione *call* a favore di terzo» (beneficiario determinabile in ragione della disponibilità ad acquisire con proposta irrevocabile l'intero capitale) sulla partecipazione di minoranza, sospensivamente condizionata dal fatto che lo stipulante riceva un'offerta di acquisto dell'intero capitale sociale» (e che il promittente non intenda esercitare il diritto di prelazione sulla quota di maggioranza); entro questo schema troverebbe quindi giustificazione sia il diritto del socio di maggioranza di procedere alla cessione anche della partecipazione del socio di minoranza sia la legittimazione del beneficiario a pretendere direttamente verso il promittente l'esecuzione del trasferimento<sup>133</sup>.

Tale qualificazione è stata poi respinta dall'Arbitro Unico chiamato a dirimere nel merito la medesima controversia, il quale ha interpretato la clausola in termini di *mandato a vendere in rem propriam* – quindi irrevocabile – conferito dal socio di minoranza al socio di maggioranza e da attuarsi «con diligenza *quam suis* e nell'interesse anche del mandatario»<sup>134</sup>; ricostruzione che, invero, desta più d'una perplessità giacché non risulta un

---

<sup>132</sup> Nello stesso senso, il cenno di C. D'ALESSANDRO, *Patti di «co-vendita»... cit.*, 409, nt. 73. L'ammissibilità della figura mi pare trovi ancora una volta conferma nel raffronto con l'istituto del riscatto, in relazione al quale l'art. 2437-*sexies* c.c. stabilisce che il relativo potere può essere attribuito non solo alle categorie di azioni, ma anche, genericamente, alle azioni, e quindi anche *a tutte le azioni* in cui è suddiviso il capitale sociale.

<sup>133</sup> In tal senso anche C. DI BITONTO, *Clausola statutaria di c.d. drag along...*, *cit.*, 1381 ss.

<sup>134</sup> Lodo arbitrale, 29 luglio 2008, *cit.*, 512.



obbligo del “trascinante” di negoziare la vendita con il terzo né tantomeno che debba farlo nell’interesse del mandante (*i.e.* il socio di minoranza)<sup>135</sup>.

Secondo una differente ricostruzione la clausola comporterebbe, invece, un «obbligo preliminare – alla conclusione di un contratto definitivo con un terzo a prezzo da definire *per relationem* – che l’altro socio consegue per potersene giovare nelle proprie trattative con il terzo acquirente»<sup>136</sup>. In altri termini, la clausola darebbe vita ad un *contratto preliminare unilaterale*, mediante il quale il socio di minoranza si obbliga verso il socio di maggioranza alla stipula di un contratto definitivo con il terzo avente ad oggetto la cessione della propria partecipazione, ove l’individuazione del terzo, nonché le condizioni della cessione, sarebbero determinabili in virtù della formulazione da parte del medesimo di una proposta di acquisto dell’intero capitale sociale, accettata dal socio di maggioranza. Tale ipotesi ricostruttiva, per vero, sembrerebbe avallata anche dal Tribunale milanese quando, proseguendo nel ragionamento, afferma che, anche non volendo accedere alla ricostruzione della clausola in termini di «opzione *call* a favore di terzo», a seguito del mancato esercizio della prelazione, «deve ritenersi sorga in capo al socio di minoranza, quantomeno un obbligo a contrarre con il terzo acquirente *ex art. 2932 c.c.*, un obbligo di prestare, cioè, il consenso necessario al trasferimento della partecipazione di minoranza».

Infine, si è affermato che non potrebbe escludersi che la pattuizione possa essere intesa come opzione di contratto definitivo o preliminare (di cessione della partecipazione)<sup>137</sup>.

Esula dalle finalità del presente scritto prendere posizione sulla qualificazione della specifica clausola oggetto del caso giudiziario più volte richiamato, cionondimeno pare interessante svolgere alcune brevi considerazioni sui riflessi applicativi che da tale qualificazione conseguono.

Qualificare la clausola in termini di «opzione *call* a favore di terzo» significa postulare che il trasferimento della partecipazione del socio di minoranza intervenga per effetto dell’accettazione da parte del socio di maggioranza della proposta di acquisto dell’intero capitale sociale formulata dal terzo offerente. In altri termini, una volta conclusosi l’accordo tra terzo e “trascinante” residuerebbero esclusivamente le usuali obbligazioni del venditore e dell’acquirente, vale a dire, da un lato, la consegna della cosa, dall’altro, il pagamento del prezzo.

---

<sup>135</sup> Negli stessi termini, L. ROSSANO, *La natura e la validità...*, *cit.*, 132. Parimenti, non merita di essere condivisa la ricostruzione della clausola in termini di contratto per persona da nominare, proposta da D. PROVERBIO, *I patti parasociali*, Milano, 2004, 73. Infatti, nel nostro ordinamento tale figura negoziale è configurata come contratto *per sé o in via eventuale e alternativa per persona da nominare*, il che collide con la finalità della clausola di determinare in ogni caso l’acquisto del terzo offerente e mai del socio di maggioranza. Negli stessi termini, C. DI BITONTO, *Clausola statutaria di c.d. drag along...*, *cit.*, 1382; L. ROSSANO, *La natura e la validità...*, *cit.*, 131.

<sup>136</sup> Così C.F. GIAMPAOLINO, *Clausole di covendita (drag-along)...*, *cit.*, 532 s.

<sup>137</sup> L. FABBRINI, *Validità delle clausole...*, *cit.*, 1039, seppur in termini dubitativi.

In tale contesto, la mancata collaborazione del socio trascinato, pur obbligato in tal senso in forza della previsione statutaria, potrebbe determinare delicate problematiche. Per constatare quanto appena affermato, basterebbe pensare all'eventualità che la società abbia emesso certificati azionari. In tal caso, il "trascinato", ormai non più proprietario delle partecipazioni, continuerebbe a detenere i relativi certificati azionari mentre il terzo offerente, ora proprietario, non potrebbe, ai sensi dell'art. 2355, comma secondo, c.c., ottenere l'annotazione del trasferimento nel libro soci e così legittimarsi all'esercizio dei diritti sociali. Anche qualora il terzo offerente, ora proprietario, avvalendosi della procedura prevista dall'art. 2022 c.c., intendesse richiedere all'emittente il rilascio di un nuovo certificato azionario rappresentativo delle azioni del socio "trascinato", sorgerebbe la problematica di «dimostrare il suo diritto mediante atto autentico»<sup>138</sup>. E ciò varrebbe a dire che l'accettazione dell'offerta da parte del "trascinante" dovrebbe essere supportata da un mandato con rappresentanza statutario, evidenza che dall'analisi delle clausole usuali non risulta ma che nondimeno non parrebbe soluzione da respingere. Sicché, qualora la clausola di *drag-along* fosse configurata in termini di «opzione *call* a favore di terzo», al fine di assicurarne l'effettiva funzionalità, sarebbe auspicabile prevedere la *mancata emissione dei certificati azionari* in modo tale da consentire al terzo offerente, una volta conclusosi l'accordo tra questi e il "trascinante", di legittimarsi nei confronti dell'emittente richiedendo agli amministratori – che debbono naturalmente verificare il corretto espletamento della procedura prevista dalla clausola – l'iscrizione nel libro soci.

Al contrario, qualificare la clausola in termini di contratto preliminare unilaterale o di opzione di contratto preliminare implica che con la conclusione dell'accordo tra "trascinante" e terzo offerente scaturisce l'obbligo per il "trascinato" di stipulare la vendita della propria partecipazione con il medesimo terzo offerente, il quale, in caso di inadempimento dell'obbligato, potrebbe efficacemente esperire la tutela riconosciutagli dall'art. 2932 c.c..

Anche in tali eventualità potrebbe immaginarsi un congegno che protegga il terzo offerente dalla mancata collaborazione del trascinato, senza costringerlo ad adire l'autorità giudiziaria per ottenere una sentenza che produca gli effetti del contratto non concluso. Ad esempio, in una prospettiva parasociale, si potrebbe immaginare il rilascio *ex ante* – cioè coevo all'introduzione in statuto della clausola – da parte del socio di maggioranza al socio di minoranza di una *procura irrevocabile* a vendere al terzo alle condizioni determinabili in virtù della formulazione da parte del medesimo di una proposta di acquisto per l'intero capitale sociale accettata dal socio di maggioranza. In una prospettiva sociale, invece, non riterrei preclusa la pos-

---

<sup>138</sup> Requisito formale che risulta parimenti necessario in ambito di s.r.l., ove all'art. 2470 c.c. è previsto che l'atto di trasferimento della partecipazione, con sottoscrizione autenticata, ha effetto di fronte alla società dal momento del deposito al Registro delle Imprese nella cui circoscrizione è stabilita la sede sociale.

sibilità di attribuire statutariamente al “trascinante” il potere di rappresentare il “trascinato”, vale a dire la possibilità che il conferimento del potere di agire in nome e per conto trovi la propria fonte direttamente nel testo statutario.

Esaurita questa breve digressione e prima di giungere al profilo della valorizzazione delle partecipazioni trascinate nella vendita, è necessario analizzare le conseguenze che promanano dall’aver classificato la clausola in termini di pattuizione sociale, il che significa affrontare il tema dell’*efficacia reale* della medesima, e così della sua *opponibilità* ai terzi. Può dirsi innanzitutto che, una volta innescato il meccanismo statutario, il “trascinato” non potrà liberamente alienare la propria partecipazione essendo obbligato ad alienarla al terzo offerente con il quale il “trascinante” abbia concluso l’accordo. Qualora, ciononostante, il “trascinato” proceda ugualmente alla vendita a soggetto diverso dal terzo offerente conseguirà l’inefficacia nei confronti della società del trasferimento stesso, e il conseguente dovere dell’organo amministrativo di non consentire all’acquirente, privo di legittimazione a ragione dell’inopponibilità alla società del suo acquisto, l’esercizio dei diritti sociali<sup>139</sup>.

Si noti poi che, nel caso in cui il contegno del “trascinato” si esaurisca nell’inosservanza dell’obbligo di co-vendita, non si avrebbe un trasferimento illegittimo che la società potrebbe disconoscere bensì un mancato trasferimento che avrebbe dovuto aver luogo<sup>140</sup>, circostanza che giustificherebbe la previsione di sanzioni operanti sul piano organizzativo, quali la sospensione del diritto di voto<sup>141</sup>, o di altri poteri sociali o la soggezione al riscatto da parte della società ovvero l’esclusione del socio<sup>142</sup>.

### 5.1. (segue) ... e il prezzo “subito” dal trascinato.

Il tema della valorizzazione della partecipazione del socio trascinato è certamente quello che desta i maggior dissidi tra gli interpreti che hanno dedicato attenzione alla clausola in analisi<sup>143</sup>.

Sul punto, dapprima il notariato milanese e successivamente il Tribunale del medesimo capoluogo hanno statuito che condizione primaria di validità della clausola di *drag-along* è il rispetto del principio di *equa valorizzazione della partecipazione obbligatoriamente dismessa dal “trascinato”*.

---

<sup>139</sup> Così, G.A. RESCIO, *Regolamentazione statutaria dell’investimento azionario...*, cit., 1059.

<sup>140</sup> Se ne avvedono C. ANGELICI, *Fra «mercato» e «società»*, cit., 224 s. e C. D’ALESSANDRO, *Patti di «co-vendita»...* cit., 412.

<sup>141</sup> A. STABILINI – M. TRAPANI, *Clausole di drag along e limiti all’autonomia private nelle società chiuse*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, 991.

<sup>142</sup> G.A. RESCIO, *Regolamentazione statutaria dell’investimento azionario...*, cit., 1059.

<sup>143</sup> Il problema della valorizzazione non ha invece ragione di porsi con riferimento alle clausole di *tag-along* per il semplice motivo che qui il titolare del diritto di co-vendita decide liberamente se partecipare alla vendita, beneficiando delle condizioni economiche pattuite con il terzo offerente dal consocio. La dottrina è unanime sul punto.

In altri termini, l'assonanza con il meccanismo del riscatto azionario – testimoniata dalla circostanza che in entrambe le ipotesi un socio si troverebbe a patire un trasferimento coattivo della propria partecipazione – impedirebbe di imporre al “trascinato” un prezzo inferiore a quello che scaturirebbe dall'applicazione dei criteri previsti dall'art. 2437-ter c.c.<sup>144</sup>

Tale orientamento – che, *in thesi*, tradirebbe una certa «non commendevoles» propensione «a postulare principi inderogabili in grande quantità, soffocando l'autonomia privata con un'illiberale rete di lacci e laccioli a tutela dei più vari e fantasiosi interessi generali»<sup>145</sup> – è stato criticato sulla base di molteplici argomenti.

*In primo luogo*, il socio passibile di trascinamento sarebbe efficacemente tutelato dalla previsione statutaria della clausola di prelazione poiché, invece di subire la vendita forzosa, potrebbe acquistare egli stesso la partecipazione che il consocio intende vendere al terzo<sup>146</sup>. Il “trascinato” potrebbe così avvantaggiarsi dell'eventuale competitività del prezzo pattuito per la cessione dell'intero capitale tra terzo offerente e “trascinante”, in base al quale sarebbe calcolabile *pro quota* il prezzo della partecipazione di quest'ultimo.

*In secondo luogo*, la clausola sarebbe il frutto della negoziazione tra soggetti consapevoli, punto di incontro delle autonome determinazioni dei soci sicché non dovrebbero sussistere impedimenti a pattuire che la vendita possa aver luogo a qualunque prezzo, e ciò anche considerando che la clausola di *drag-along* sarebbe verosimilmente “pagata” dal “trascinante” mediante la concessione di una clausola di *tag-along*<sup>147</sup>.

*In terzo luogo* si è messo in luce che il *drag-along* presume un allineamento di interessi tra “trascinato” e “trascinante” poiché quest'ultimo avrà interesse a spuntare con il terzo offerente il miglior prezzo possibile per la vendita; peculiarità che impedirebbe l'accostamento all'istituto del riscatto *ex art. 2437-sexies c.c.*, ove, al contrario, riscattante e riscattato sono parti contrapposte nel trasferimento della partecipazione<sup>148</sup>. D'altronde, l'offerta

---

<sup>144</sup> L'orientamento è approvato da C. DI BITONTO, *Clausola statutaria di c.d. drag along...*, *cit.*, 1383; P. DIVIZIA, *Clausole statutarie di covendita e trascinamento*, in *Not.*, 2009, 171 ss.; G. SATTA, *Clausola di bring along: struttura, finalità e requisiti essenziali*, in *Riv. dir. impr.*, 2008, 537 ss.; Lodo arbitrale, 29 luglio 2008, *cit.*, nonché sostanzialmente, se ben s'intende, da L. FABBRINI, *Validità delle clausole...*, *cit.*, 1046.

<sup>145</sup> Sono parole di C. D'ALESSANDRO, *Patti di «co-vendita»...* *cit.*, 411 che colpiscono per l'opinabile durezza.

<sup>146</sup> Valorizzano questo argomento soprattutto N. DE LUCA, *Validità delle clausole di trascinamento* (“drag along”), in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, 182 ss. e C. D'ALESSANDRO, *Patti di «co-vendita»...* *cit.*, 418 s.; L. ROSSANO, *La natura e la validità...*, *cit.*, 141.

<sup>147</sup> N. DE LUCA, *Validità delle clausole...*, *cit.*, 183; E. MALIMPENSA, *L'obbligo di co-vendita statutario* (drag-along): *il socio obbligato ha davvero bisogno di tutela?*, in *RDS*, 2010, II, 386; e, ponendo l'accento sul punto delle reciproche concessioni, A. STABILINI – M. TRAPANI, *Clausole di drag along...*, *cit.*, 965 ss.; C.F. GIAMPAOLINO, *Clausole di covendita* (drag-along)...., *cit.*, 528 ss..

<sup>148</sup> Tale argomento è ben sviluppato soprattutto da A. STABILINI – M. TRAPANI, *Clausole di drag along...*, *cit.*, 971 ss. i quali, peraltro, sottolineano che, prevenendo nor-

proveniente da un terzo indipendente<sup>149</sup> rappresenterebbe la migliore approssimazione del valore della società le cui partecipazioni sono oggetto di trasferimento, dal momento che l'offerta di un terzo disinteressato rileva il prezzo che il mercato è disposto a pagare per esse.

*In quarto luogo*, si è affermato che non l'equa valorizzazione bensì solo la manifesta iniquità *ex art.* 1349 c.c. costituirebbe il limite invalicabile del prezzo "subito" dal "trascinato", perché "trascinante" e terzo offerente agirebbero quali arbitratori nella determinazione del prezzo di cessione<sup>150</sup>.

Nessuno degli argomenti citati pare invero risolutorio per affermare che il prezzo "subito" dal "trascinato" non debba soggiacere al principio di equa valorizzazione stabilito in ambito di recesso e richiamato in ambito di riscatto ed esclusione.

Innanzitutto è agevole confutare il *primo argomento* addotto a sostegno dell'orientamento qui avversato: da un lato, la previsione di un diritto di prelazione potrebbe non essere prevista e, dall'altro, anche qualora effettivamente lo fosse, non costituirebbe un'efficiente garanzia per il socio passibile di trascinamento, il quale – specie se titolare di una esigua partecipazione – per non essere «economicamente espropriato» della differenza tra il valore effettivo della partecipazione e quello offerto, dovrebbe investire significativamente<sup>151</sup>. E sul punto, a nulla varrebbe obiettare<sup>152</sup> che il socio sarebbe validamente messo di fronte all'alternativa «investire o essere espropriato» almeno nell'ipotesi di ricostituzione del capitale azzerato per perdite. Infatti, se è vero che il socio, rinunciando a sottoscrivere l'aumento di capi-

---

malmente la clausola di *drag-along* che la vendita della partecipazione di minoranza debba avvenire allo stesso prezzo unitario della partecipazione del socio di maggioranza, il socio di minoranza dovrebbe presumibilmente ottenere un beneficio in termini di partecipazione pro quota al premio di controllo.

<sup>149</sup> Sviluppa la (sola) condizione della indipendenza del terzo potenziale acquirente E. MALIMPENSA, *L'obbligo di co-vendita statutario (drag-along)...*, *cit.*, 386; EAD., *I nuovi tipi di circolazione forzata delle partecipazioni sociali: spunti di riflessione...*, *cit.*; 244 s.

<sup>150</sup> In questi termini, C.F. GIAMPAOLINO, *Clausole di covendita (drag-along)...*, *cit.*, 531, 534.

<sup>151</sup> Così C.F. GIAMPAOLINO, *Stabilizzazione della compagine e clausole di lock-up sociali e parasociali*, in *Riv. soc.*, 2008, I, 155; ID., *Clausole di covendita (drag-along)...*, *cit.*, 527 s., nt. 9, cui *adde* L. FABBRINI, *Validità delle clausole...*, *cit.*, 1045 nonché P. DIVIZIA, *Le clausole di tag e drag along. Nuove regole statutarie di società di capitali e patti parasociali*, Assago, 2013, 228, ove l'affermazione secondo la quale «il diritto di prelazione [...] è un correttivo di tipo "eventuale" e non "strutturale", come è invece il *floor*». Chiarisco il mio pensiero con un esempio.

Il capitale sociale di Alfa S.p.A. ammonta ad Euro 1.000.000,00, diviso in n. 1.000.000 di azioni del valore nominale di un Euro cadauna. Tizio è titolare di 700.000 azioni mentre Caio è titolare delle residue 300.000 azioni. Si supponga che il valore equo, su base unitaria, delle azioni sia pari ad 4 Euro e che Tizio nella negoziazione con il terzo offerente pattuisca un prezzo di 3 Euro per azione. Caio sarebbe dunque costretto a vendere la propria partecipazione per complessivi 900.000,00 Euro, a fronte di un valore equo della stessa di 1.200.000,00 Euro, tuttavia potrebbe giovare del meccanismo prelatizio ed acquistare la partecipazione di Tizio a 2.100.000,00 Euro, a fronte di un valore equo della stessa di 2.800.000,00 Euro. È evidente che, al fine di evitare l'espropriazione economica di 300.000,00 Euro, Caio sarebbe obbligato a corrispondere 2.100.000,00 Euro, pur divenendo proprietario di una partecipazione del valore effettivo di 2.800.000,00 Euro.

<sup>152</sup> Come fa C. D'ALESSANDRO, *Patti di «co-vendita»...* *cit.*, 410.

tale, perderebbe il residuo valore ancora attribuibile alla sua partecipazione – corrispondente alle eventuali riserve latenti – è altrettanto vero che nell’ordinamento capitalistico non è protetta l’aspirazione del socio alla conservazione di tali plusvalenze di fronte alla facoltà della società di proseguire l’attività, almeno là dove sia in grado di reperire ulteriore capitale di rischio<sup>153</sup>.

Quanto al *secondo argomento*, è bene precisare che almeno in alcune ipotesi la clausola non sarà frutto di una «consapevole negoziazione tra parti consenzienti». È il caso dell’inserimento della clausola a maggioranza che riterrei possa avvenire almeno nelle ipotesi in cui essa incida esclusivamente su azioni di nuova emissione o facoltativamente convertite ovvero su tutte le azioni in circolazione ma al verificarsi di particolari situazioni, non integrate al momento della sua introduzione, da nessun socio<sup>154</sup>.

In relazione al *terzo argomento*, la circostanza che il “trascinante” sia tendenzialmente mosso dall’intento di massimizzare il ricavato della vendita non consente di escludere con certezza che, almeno in talune ipotesi, poco oltre tratteggiate, sia propenso a prestare il proprio consenso alla cessione dell’intero capitale per un prezzo peggiore rispetto al valore effettivo; prezzo che, suddiviso proporzionalmente tra i soci, determinerebbe l’attribuzione al “trascinato” di un corrispettivo inferiore al valore equo della sua partecipazione.

Indubbiamente eventuali abusi perpetrati dal “trascinante” a danno del “trascinato”<sup>155</sup> potranno essere da quest’ultimo contrastati con le tutele tipiche previste dall’ordinamento, e in primo luogo, oltre che con l’*exceptio dolii*, con quella risarcitoria che, a ben vedere, correggerebbe l’effetto patrimoniale dell’abuso e dunque garantirebbe al medesimo una tutela sostanzial-

---

<sup>153</sup> Cfr. Trib. Busto Arsizio, 25 gennaio 2005, in *Vita not.*, 2006, II, 823; l’unica tutela riconosciuta al socio sarebbe infatti il diritto di opzione: Cass., 19 maggio 2005, n. 10600, in *Giur. comm.*, 2006, II, 1039 ss., discutendosi invece sulla possibilità che la delibera di ricostituzione del capitale sociale escluda o limiti tale diritto (per ragguagli G.A.M. TRIMARCHI, *Le riduzioni del capitale sociale*, Assago, 2010, 279 ss.), possibilità espressamente negata, in ambito di s.r.l., dall’art. 2481-bis c.c.

<sup>154</sup> Conf., in giurisprudenza, Trib. Milano, 22 dicembre 2014, *cit.*, nonché, in dottrina, V. DEL LINZ, *L’introduzione della clausola di co-vendita negli statuti sociali*, in *Giur. comm.*, 2012, II, 1083 ss.; G.A. RESCIO, *Regolamentazione statutaria dell’investimento azionario...*, *cit.*, 1069 ss. il quale, in nt. 31, afferma in particolare che «non dovrebbe dubitarsi che almeno in questi casi per un verso debba essere eliminato, e non semplicemente minimizzato, il rischio di distorsioni del mercato, non concretantesi in veri e propri abusi, che costringano il dissenziente a liquidare la partecipazioni a valori non adeguati e per altro verso debba essere esclusa l’efficacia giuridica di formulazioni tali da non permettere la distribuzione, proporzionalmente su tutti i soci, del premio di controllo». L’Autore, tuttavia, sembrerebbe ipotizzare che, qualora la clausola di *drag-along* sia introdotta all’unanimità, potrebbe legittimamente non assicurare l’equa valorizzazione delle partecipazioni “trascinati”. *Contra*, N. DE LUCA, *Ancora sulle clausole di accodamento e trascinamento...*, *cit.*, 79.

<sup>155</sup> Esemplificativamente, si dia il caso in cui il terzo offerente sia un soggetto indirettamente riferibile al “trascinante”, e dunque che il prezzo convenuto da tali soggetti non sia “frutto del mercato” bensì dell’accordo fraudolento per sottrarre la partecipazione al “trascinato” per un corrispettivo irrisorio.

mente analoga a quella garantita dall'equa valorizzazione<sup>156</sup>. Tuttavia, se al testo statutario volesse attribuirsi, come riterrei quantomeno auspicabile se non proprio necessario, una efficace funzione preventiva del contenzioso<sup>157</sup> potrebbero nutrirsi perplessità sull'efficienza dei correttivi proposti dalla dottrina qui avversata.

D'altra parte, è agevole immaginare che un disallineamento di interessi tra "trascinante" e "trascinato" si verifichi in altre circostanze non concretatesi in veri e propri abusi, in relazione alle quali, pertanto, quest'ultimo sarebbe privo di qualsivoglia tutela. È il caso, ad esempio, in cui il socio "trascinante" accetti – del tutto legittimamente – un valore *sub*-ottimale perché costretto a dismettere la propria partecipazione a causa di un'esigenza improvvisa di liquidità<sup>158</sup>. Potrebbe darsi, poi, che il "trascinante" intenda dismettere a valori deteriori perché propenso ad investire rapidamente in altro *business*, in ipotesi ritenuto più remunerativo o che intenda farlo per conseguire altri concessioni dall'offerente, in relazione a differenti negoziazioni con il medesimo *in divenire*. E ancora, potrebbe immaginarsi che, qualora la società partecipata versi in una situazione di difficoltà, il "trascinante" abbia l'esigenza di disinvestire immediatamente, pur ad un "prezzo scontato", perché convinto che il valore della propria partecipazione sarebbe destinato rapidamente ad annullarsi<sup>159</sup>.

Infine, è possibile dubitare che il richiamo all'art. 1349 c.c. sia risolutivo per dipanare la problematica, e ciò tanto nell'ipotesi che alla norma si giunga analizzando la disciplina del recesso quanto nell'ipotesi che la si ritenga autonomamente applicabile alla fattispecie *de qua*.

Nelle ipotesi di recesso – e conseguentemente in quelle di riscatto ed esclusione – l'ordinamento impone che l'esperto chiamato a risolvere, secondo equo apprezzamento, i dissidi relativi alla valorizzazione della partecipazione sia completamente indipendente dai soggetti coinvolti: ne è prova incontrovertibile la circostanza che tale arbitratore deve essere nominato dal tribunale. Nel caso di *drag-along*, invece, il "trascinante" e il terzo offerente, alle quali il "trascinato" avrebbe deferito la *libera* determinazione del

---

<sup>156</sup> In questi termini, A. STABILINI – M. TRAPANI, *Clausole di drag along...*, cit., 979.

<sup>157</sup> Il rilievo è condiviso da P. DIVIZIA, *Le clausole di tag e drag along...*, cit., 227.

<sup>158</sup> Tentano di prevenire le obiezioni riportate nel testo A. STABILINI – M. TRAPANI, *Clausole di drag along...*, cit., 977, quando affermano che «l'ipotesi dello *shock* di liquidità del socio venditore sembra infatti poco probabile soprattutto perché è verosimile che la crisi finanziaria del socio abbia come conseguenza azioni esecutive sulla partecipazione da parte dei creditori piuttosto che una vendita "forzata" della partecipazione medesima»; annotazione che, invero, pare una mera petizione di principio, come tale destituita di ogni fondamento. Innanzitutto, non è condivisibile il presupposto secondo il quale una crisi di liquidità si identifichi *sempre* con un'impossibilità di adempiere le proprie obbligazioni. Inoltre, anche qualora tale impossibilità effettivamente sussista, il "trascinante" potrebbe, da un lato, non vedersi necessariamente esecutato, dall'altro, potrebbe decidere di vendere a "prezzo scontato" proprio al fine di porre rimedio alla propria situazione di difficoltà.

<sup>159</sup> Anche se in questo caso non è detto che ci si discosti dall'equa valorizzazione: le variazioni prospettiche, infatti, se fondate, debbono, o quantomeno possono, essere tenute in considerazione per individuare il valore effettivo della partecipazione.

prezzo, sono parti del contratto di cessione dell'intero capitale sociale che evidentemente esplica i propri effetti anche sul "trascinato" medesimo.

La problematica, allora, diviene quella di stabilire se il «terzo» cui l'art. 1349 c.c. consente sia rimessa «la determinazione della prestazione dedotta in contratto» – *i.e.* il prezzo della cessione della partecipazione – possa essere una parte, o più parti, del contratto medesimo, il che significa interrogarsi sull'ammissibilità della figura dell'*arbitraggio di parte*<sup>160</sup> e sulla sua riconducibilità alla clausola di *drag-along*.

Secondo l'impostazione tradizionale, tale ammissibilità dovrebbe essere negata poiché, diversamente opinando, si minerebbe quella imparzialità che dovrebbe invece caratterizzare la figura dell'arbitratore, appunto estraneo rispetto ai contraenti<sup>161</sup>.

D'altra parte, non può tacersi che più recentemente è emerso un orientamento incline ad ammettere la figura nelle ipotesi in cui l'incarico affidato alla parte debba svolgersi secondo *arbitrium boni viri* ovvero entro limiti ben determinati volti a limitarne la discrezionalità<sup>162</sup> se non anche nelle ipotesi in cui tale incarico debba svolgersi secondo *arbitrium merum*<sup>163</sup>, posizione, quest'ultima, che tuttavia riterrei confliggente con il requisito di determinatezza o determinabilità dell'oggetto del contratto<sup>164</sup>.

Più in particolare, si adduce che l'ammissibilità di una parziale determinazione del rapporto da parte di un soggetto *interessato* troverebbe esplicito riconoscimento in tema di obbligazione alternativa, la cui disciplina – ove consente al debitore, se non diversamente previsto, di liberarsi eseguendo una delle due prestazioni dedotte in obbligazione – dovrebbe ritenersi

---

<sup>160</sup> Istituto espressamente ammesso dall'ordinamento tedesco che contempla il *Leistungsbestimmung durch eine Partei* al § 315 BGB; in tema v. M.C. DALBOSCO, *L'arbitraggio di parte nel sistema tedesco del BGB*, in *Riv. dir. civ.*, 1987, II 321 ss.

<sup>161</sup> G. GORLA, *La compravendita*, in *Tratt. di dir. civ.*, a cura di F. Vassalli, Torino, 1937, 255; G. SCHIZZEROTTO, *Arbitrato improprio ed arbitraggio*, Milano, 1967, 55; D. RUBINO, *Compravendita*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.*, diretto da A. Cicu e F. Messineo, Milano, 2<sup>a</sup> ed., Milano, 1971, 253. Nella giurisprudenza recente: Cass., 19 marzo 2007, n. 6519, in *Foro it.*, I, 2007, 1706; Cass., 29 febbraio 2008, n. 25513, in *Pluris*.

<sup>162</sup> R. SCOGNAMIGLIO, *Dei contratti in generale*, in *Commentario del Codice Civile*, a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna-Roma, 1970, 39; F. GALLO, *La dottrina di Procuo e quella di Paolo in tema di arbitraggio*, in *Studi in onore di Grosso*, III, Torino, 1970, 418; V. ROPPO, *Il contratto*, in *Tratt. dir. priv.*, a cura di G. Iudica e P. Zatti, Milano, 2001, 357, ove l'affermazione secondo la quale «la determinazione rimessa alla parte è [...] inammissibile – e rende nullo il contratto per indeterminabilità dell'oggetto – quando l'interesse di controparte a non subire sorprese lesive non sia adeguatamente presidiato da limiti posti alla discrezionalità di chi sceglie»; A. BARENGHI, *Determinabilità e determinazione unilaterale nel contratto*, Napoli, 2005, 16, 137 ss.; A. FICI, *Il contratto "incompleto"*, Torino, 2005, 55 ss.

<sup>163</sup> F. CARRESI, *Il contratto*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.*, diretto da A. Cicu e F. Messineo, Milano, 1987, 203; G. ZUDDAS, *L'arbitraggio*, Napoli, 1992, 77 ss.

<sup>164</sup> Requisito che esprime la fondamentale «esigenza che le parti siano in grado di sapere quale è l'impegno che assumono o quali sono i criteri per la sua concreta individuazione, che viene pregiudicato dalla possibilità che la misura della prestazione sia discrezionalmente determinata, sia pure in presenza di precise condizioni legittimanti, da una soltanto delle parti», così Cass., 29 febbraio 2008, n. 25513, *cit.*



manifestazione di un «più ampio principio»<sup>165</sup>. In altri termini, dunque, la limitazione della discrezionalità della parte rappresenterebbe il viatico per ammettere il deferimento della definizione del contenuto contrattuale alla medesima.

Tuttavia, tornando alla fattispecie in analisi, tale limitazione della discrezionalità non sembra di per sé potersi concretizzare sulla base del mero accordo tra “trascinante” e terzo offerente: la circostanza che il “trascinante” sia tendenzialmente mosso da un intento speculativo – in astratto allineato a quello del “trascinato” – non permette di escludere con sicurezza che a causa di determinate contingenze, non necessariamente *patologiche*, sia propenso a consentire il trasferimento a valori *sub-ottimali*.

Ad ogni modo, quandanche si ritenesse proficuo il richiamo alla figura dell’arbitraggio, riterrei che ad essa possa farsi ricorso esclusivamente qualora la clausola di *drag-along* si inquadri in un accordo *parasociale*.

Al contrario, qualora essa assuma valenza *sociale*, dovrebbe imporsi l’applicazione, in via diretta o analogica, delle regole che governano le ipotesi tipiche di trasferimento coattivo della partecipazione sociale. In altri termini, quando la clausola *drag-along* è configurata in modo tale da regolare l’esercizio di poteri endosocietari, e la soggezione ad essi, è la disciplina societaria e non quella negoziale ad assumere rilievo e tale differenza di prospettiva si giustifica considerando che le predette situazioni giuridiche vincoleranno qualunque aderente al contratto sociale.

In definitiva, risulta quindi da condividere l’orientamento secondo il quale la vendita coattiva legittimata dalla clausola di *drag-along* non può determinare per il “trascinato” l’attribuzione di un prezzo inferiore rispetto al valore equo della propria partecipazione.

L’analisi degli istituti del riscatto azionario e dell’esclusione del socio di s.r.l. ha consentito di individuare un limite alla possibilità di derogare il principio di proporzionalità, cioè quello del rispetto dell’*equa valorizzazione della partecipazione coattivamente dismessa*, limite che dovrà ritenersi insuscettibile di deroghe anche in relazione alla clausola di *drag-along*.

In conclusione, è forse interessante rimarcare che, qualora la cessione dell’intero capitale sia convenuta ad un prezzo inferiore al suo valore effettivo la suddivisione del corrispettivo dovrà avvenire in misura non proporzionale, in modo tale da consentire che il prezzo “subito” dal “trascinato” non sia inferiore al valore equo della sua partecipazione. Fatto salvo il rispetto di tale *floor*, nulla osta a che lo statuto preveda la ripartizione non proporzionale del corrispettivo pattuito<sup>166</sup>.

---

<sup>165</sup> C.M. BIANCA, *Diritto civile, cit.*, 335.

<sup>166</sup> Un esempio potrebbe risultare chiarificatore. Il capitale sociale di Alfa S.p.A. ammonta ad Euro 1.000.000,00, diviso in n. 1.000.000 di azioni del valore nominale di un Euro cadauna. Tizio è titolare di 700.000 azioni mentre Caio è titolare delle residue 300.000 azioni. Si supponga che il valore equo, su base unitaria, delle azioni sia pari ad 4 Euro e che Tizio nella negoziazione con il terzo offerente pattuisca un prezzo di 5 Euro per azione.

---

Fermo, il principio di equa valorizzazione della partecipazione del “trascinato”, e così il riconoscimento a Caio di una parte del corrispettivo almeno pari a Euro 1.200.000,00, la clausola potrà determinare liberamente l’attribuzione della residua parte di prezzo pari ad Euro 3.800.000,00. L’orientamento espresso nel testo è avallato dalla Massima n. 126 del 5 marzo 2013 della Commissione Società del Consiglio notarile di Milano, consultabile *on line* al sito *internet* [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it), che sottolinea la valenza della clausola «specialmente» nelle ipotesi di vendita coattiva.

## CAPITOLO IV

### DIRITTI DI OPZIONE E DI SOTTOSCRIZIONE NON PROPORZIONALI

**SOMMARIO:** 1. Diritti di opzione e di sottoscrizione e principio di proporzionalità: impostazione del problema. – 2. Il diritto di opzione e la sua esclusione, la normativa italiana e quella comunitaria: argomenti – insuperabili – contro l'ammissibilità di un diritto di opzione non proporzionale. – 3. La clausola statutaria che consente l'esclusione del diritto di sottoscrizione e l'autonomia statutaria.

#### **1. Diritti di opzione e di sottoscrizione e principio di proporzionalità: impostazione del problema.**

Una chiara manifestazione del principio di proporzionalità tra la misura della partecipazione e quella dei diritti sociali ad essa connessi si rinviene dall'analisi del dettato normativo che disciplina il diritto di opzione, nelle s.p.a., e il diritto di sottoscrizione, nelle s.r.l.<sup>1</sup>

Più precisamente, con riferimento al primo tipo sociale, l'art. 2441, primo comma, c.c. dispone che le azioni di nuova emissione (e le obbligazioni convertibili in azioni) devono essere offerte in opzione ai soci *in proporzione* al numero delle azioni possedute (e prevede altresì che, se la società ha emesso obbligazioni convertibili, esso spetta anche ai possessori di queste, in concorso con i soci, sulla base del rapporto di cambio<sup>2</sup>). Simil-

---

<sup>1</sup> La distinzione terminologica è sminuita dalla stessa Relazione illustrativa al d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 che, anche in riferimento alla s.r.l., parla esclusivamente di «diritto di opzione». Per il rilievo che la diversa definizione dei diritti tradirebbe invece una differente «struttura» dei medesimi, M. SPERANZIN, *Diritto di sottoscrizione e tutela del socio nella s.r.l.*, Torino, 2012, 17 ss.

<sup>2</sup> Il riconoscimento del diritto di opzione agli obbligazionisti convertibili, giustificato dal carattere di potenziali azionisti dei medesimi, ha sollevato, e solleva tutt'ora, qualche perplessità poiché, da un lato, determina una ingiustificata limitazione del diritto di opzione dei soci, non prevista dalla normativa comunitaria e, dall'altro, impone decisioni anticipate agli obbligazionisti. Sul punto, G.B. PORTALE, *Opzione e sopraprezzo nella novella azionaria*, in *Giur. comm.*, 1975, I, 212; R. ROSAPEPE, *L'esclusione del diritto di opzione degli azionisti*, Milano, 1988, 122 ss.; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1993, 160 ss. Si v., in proposito, C. Giust. CE, 18 dicembre 2008, C-338/06, che ha dichiarato in contrasto con la Direttiva 77/91/CE la disciplina spagnola che – del tutto similmente a quella italiana attualmente in vigore – prevedeva il diritto di opzione per gli obbligazionisti convertibili e che ha condotto ad una modifica della normativa spagnola sul punto. Su tale pronuncia, J.B. FAYOS FEBRER, *Obligaciones convertibles y derecho de preferencia a la luz de la última reforma societaria y de la jurisprudencia comunitaria*, in *Rev. der. merc.*, 2009, 483 ss. e sui possibili riflessi della stessa nell'ordinamento

mente, con riferimento al secondo tipo, l'art. 2481-*bis*, primo comma, c.c. stabilisce che in caso di decisione di aumento del capitale sociale mediante nuovi conferimenti spetta ai soci il diritto di sottoscriverlo *in proporzione* delle partecipazioni da essi possedute.

In relazione a tali diritti, si suole distinguere tra il *diritto astratto* che caratterizzerebbe il contenuto di ogni partecipazione sociale, e il *diritto concreto*, che si genererebbe in dipendenza di ogni singola decisione di aumento del capitale sociale a pagamento.

In un ordinamento societario incardinato sul sistema del capitale sociale come quello italiano, il diritto di opzione e il diritto di sottoscrizione – la cui natura giuridica è variamente ricondotta al *contratto di opzione ex art. 1331 c.c.* ovvero ad una *prelazione legale sui generis*<sup>3</sup> – rappresentano il principale strumento di protezione del socio nell'operazione di aumento di capitale a pagamento. Tale protezione si articola, dal lato patrimoniale, consentendo di conservare inalterato il valore effettivo della partecipazione in presenza di riserve accantonate o latenti, e da quello amministrativo, permettendo di mantenere immutate le proporzioni originarie, e così la propria influenza pregressa nel procedimento di formazione della volontà sociale.

Per vero, le astratte finalità sopra accennate assumono diverse fisionomie concrete a seconda del tipo sociale considerato, a ragione delle diverse modalità di esclusione e limitazione del relativo diritto.

Nelle società per azioni, la possibilità di deliberare, a maggioranza<sup>4</sup>, l'esclusione o limitazione del diritto di opzione trova il proprio contrappeso nella necessaria previsione di un congruo prezzo di emissione delle azioni; assetto che testimonia il rafforzamento del profilo patrimoniale della tutela a discapito di quello amministrativo. Può dunque dirsi che, in tale tipo sociale,

---

italiano, R. WEIGMANN, *Le obbligazioni convertibili perdono il diritto di opzione*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 339.

<sup>3</sup> Nel primo senso, in dottrina, F. MESSINEO, *Natura giuridica e carattere del diritto di opzione*, in *Studi in onore di De Gregorio*, Roma, 1955, 195; G. FRÈ, *sub art. 2441*, in G. FRÈ – G. SBISA, *Società per azioni*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja Branca*, diretto da F. Galgano, t. I, Bologna – Roma, 1982, 792; G. ZANARONE, *sub art. 2481-bis*, in *Il Codice Civile Commentario*, fondato e diretto da P. Schlesinger e continuato da F.D. Busnelli, t. II, Milano, 2010, 1528; in giurisprudenza, Cass., 29 novembre 1976, n. 4494, in *Giur. impr.* 1978, 314. Nel secondo senso, in dottrina, R. NOBILI, *Contributo allo studio del diritto di opzione nelle s.p.a.*, Milano, 1958, 52 ss.; G. FERRI, *Le società*, *cit.*, 875 s.; F. DI SABATO, *Manuale delle società*, *cit.*, 1995, 510 e più recentemente, B. PETRAZZINI – S.A. CERRATO, *L'aumento del capitale*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, vol. 16, t. 4, 2011, 382; M. SPERANZIN, *Diritto di sottoscrizione...*, *cit.*, 19 ss., E. GINEVRA, *La formazione del capitale sociale nella costituzione e nell'aumento di capitale delle s.p.a.*, II, Bergamo, 2011, 151, nt. 35; in giurisprudenza, Cass., 17 novembre 2005, n. 23262, in *Riv. not.*, 2007, 402; *conf.* Cass., 2 luglio 2007, n. 15614, in *Riv. not.*, 2008, 906.

<sup>4</sup> Con il d.lgs. 184/2014 è stato soppresso il *quorum* rafforzato di cui al previgente art. 2441, quinto comma, c.c. secondo il quale la delibera di aumento del capitale sociale con esclusione o limitazione del diritto di opzione doveva essere approvata, in qualsiasi convocazione, con il voto di «oltre la metà del capitale sociale».

risulta sacrificabile il mantenimento della posizione corporativa del singolo socio purché sia salvaguardata l'integrità del suo investimento<sup>5</sup>.

Nelle società a responsabilità limitata, invece, il diritto di sottoscrizione può essere escluso o limitato – salvo il caso di cui all'art. 2482-ter c.c. – in presenza di apposita clausola dell'atto costitutivo<sup>6</sup>, secondo l'orientamento più convincente, introducibile *durante societate* esclusivamente all'unanimità<sup>7</sup>. Inoltre, qualora i soci effettivamente si avvalgano di tale clausola di “apertura”, la singola decisione di aumento del capitale sociale con esclusione o limitazione del diritto di sottoscrizione, oltre a determinare il diritto di recesso per i soci non consenzienti, *potrà* – ma non necessariamente *dovrà* – stabilire l'eventuale sovrapprezzo; correttivo che nelle s.r.l., a differenza delle s.p.a., si caratterizza quindi in termini di facoltatività e non di obbligatorietà<sup>8</sup>. Si assiste così alla preminenza del profilo am-

---

<sup>5</sup> In questo senso, risulta chiarissima la relazione alla proposta di legge delega per la riforma del diritto societario, n. 7123 del 20 giugno 2000 (in *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori, testi e materiali*, a cura di M. Vietti, F. Auletta, G. Lo Cascio, U. Tombari e A. Zoppini, Milano, 2006, 412) secondo la quale la *ratio* dell'intervento «sarebbe quella di agevolare il finanziamento con raccolta di capitale proprio, ridimensionando la tutela assicurata alla posizione amministrativa del socio dalla tradizionale configurazione del diritto di opzione [...] e ferma comunque la tutela della posizione patrimoniale (e così di adeguati controlli sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni)», nello stesso senso, M. NOTARI, *Appunti sul diritto di opzione nella riforma delle società*, in *Riv. not.*, 2002, 842.

<sup>6</sup> Ovvero, in mancanza della clausola abilitativa, con il consenso unanime dei soci: G. ZANARONE, *sub art. 2481-bis, cit.*, 1540, M. NOTARI, *sub art. 2481-bis. Il diritto di opzione e la sua esclusione*, in *S.r.l. Commentario* dedicato a Giuseppe B. Portale, a cura di A. Dolmetta e G. Presti, Milano, 2011, 917.

<sup>7</sup> In questo senso, E. FAZZUTI, *sub art. 2481-bis*, in *La riforma delle società. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 2003, 187; G. ZANARONE, *sub art. 2481-bis, cit.*, 1540, M. NOTARI, *sub art. 2481-bis, cit.*, 917 s.; M. SPERANZIN, *Diritto di sottoscrizione...*, *cit.*, 119 ss.. Per l'opposto orientamento che ritiene sufficiente la maggioranza dei consensi, (correttamente riconoscendo l'operatività del diritto di recesso solo nel successivo ed eventuale momento in cui la società si avvale della facoltà di escludere il diritto di opzione e non al momento di introduzione della clausola), si v., fra molti, A. BARTALENA, *sub art. 2481-bis*, in *Società di capitali. Commentario* a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, III, Napoli, 2004, 1662, nt. 6; O. CAGNASSO, *La società...*, *cit.*, 337; M.S. SPOLIDORO, *L'aumento di capitale nelle s.r.l.*, in *RDS*, 2008, I, 484; G. DE MARCHI – A. SANTUS – L. STUCCHI, *sub art. 2481-bis*, in *Società a responsabilità limitata.*, a cura di L. A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 1198; G. GIANNELLI, *L'aumento di capitale a pagamento*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, III, Torino, 2007, 309 ss., spec. 313, il quale, tuttavia, ammette la contraddizione di tale orientamento che, sostanzialmente, priva di qualsiasi valenza la necessità della clausola statutaria di “apertura”, dal momento che, anche in mancanza di essa, sarebbe sufficiente introdurla contestualmente alla prima decisione di aumento del capitale sociale, con esclusione o limitazione del diritto di sottoscrizione.

<sup>8</sup> Così, G. RACUGNO, *Le modificazioni del capitale sociale nella nuova s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2003, 822 ss.; E. FAZZUTI, *sub art. 2481-bis, cit.*, 188; G. DE MARCHI – A. SANTUS – L. STUCCHI, *sub art. 2481-bis, cit.*, 1204; G. GIANNELLI, *L'aumento di capitale, cit.*, 313; M. NOTARI, *sub art. 2481-bis, cit.*, 921; G. ZANARONE, *sub art. 2481-bis, cit.*, 1544; M. SPERANZIN, *Diritto di sottoscrizione...*, *cit.*, 140 ss. e, in giurisprudenza, Trib. Novara, 21 gennaio 2010, in *Soc.*, 2010, 644 ss. *Contra*, nel senso dell'obbligatorietà del sovrapprezzo, e quindi della riferibilità dell'aggettivo “eventuale” di cui all'art. 2481-bis c.c. alla

ministrativo della tutela rispetto a quello patrimoniale, potendosi pertanto affermare che il diritto di sottoscrizione risponde essenzialmente all'esigenza del singolo di conservare la propria posizione partecipativa *ante* aumento (*Quotenerhalt*), e così, almeno tendenzialmente, tutela la composizione pregressa della compagine sociale (*Anteilsverhältnis*)<sup>9</sup>. La tutela patrimoniale del socio, per vero, non è completamente obliterata dal legislatore bensì risulta affidata al diritto di disinvestire a valore equo, e non come nelle s.p.a., all'obbligo di offerta delle partecipazioni di nuova emissione ad un prezzo determinato «in base al valore del patrimonio netto» o corrispondente al «valore di mercato» delle azioni già in circolazione. Il socio di minoranza, quindi, può essere costretto a scegliere tra l'accettazione dell'esclusione o della limitazione del diritto di sottoscrizione, con la conseguente perdita di valore della propria partecipazione in caso di mancata previsione di idoneo sovrapprezzo, e l'esercitare il diritto di recesso, con la conseguente attribuzione del valore effettivo della partecipazione ma necessariamente cessando di far parte della compagine sociale<sup>10</sup>.

Tali indubbie differenze tra i regimi legali di ciascun tipo, del resto, risultano coerenti con l'impianto della riforma del diritto societario volta, tra l'altro, ad agevolare la raccolta del capitale di rischio nelle s.p.a. e a riconoscere rilevanza centrale alla persona del socio e ai rapporti contrattuali tra soci nelle s.r.l.

Tuttavia, la circostanza che la riforma stessa proclami a gran voce di marciare dietro la bandiera dell'autonomia privata<sup>11</sup> – valorizzata special-

---

sola ipotesi dell'aumento a pagamento deliberato nel rispetto del diritto di sottoscrizione, sembra esprimersi S.A. CERRATO, *Aumenti di capitale e diritti del socio di s.r.l.*, in *Le nuove s.r.l.*, diretta da M. Sarale, Bologna, 2008, 861 ss. È innegabile che ogniqualvolta le partecipazioni siano sottoscritte ad un prezzo inferiore al loro valore effettivo, i soci che non sottoscrivono patiscono una diminuzione di valore della propria partecipazione che, pur essendo “compensata” dal riconoscimento del diritto di recesso per i non consenzienti all'aumento, se non adeguatamente sorretto da un interesse della società, potrebbe risultare un indice di comportamenti fraudolenti o abusivi della maggioranza.

<sup>9</sup> L'orientamento è sviluppato soprattutto da M. SPERANZIN, *Diritto di sottoscrizione...*, *cit.*, *passim*, ove ampi riferimenti. L'esigenza di tutelare *anche* il mantenimento del rapporto previgente tra le partecipazioni (*Anteilsverhältnis*) è sminuita da coloro i quali ritengono che il diritto di sottoscrizione possa liberamente circolare, anche in assenza della previsione – statutaria o della singola decisione di aumento – circa la libera “collocabilità” dell'inoptato: G. RACUGNO, *Le modificazioni del capitale...*, *cit.*, 825; 188; G. DE MARCHI – A. SANTUS – L. STUCCHI, *sub art. 2481-bis*, *cit.*, 1183; G. GIANNELLI, *L'aumento di capitale*, *cit.*, 293; G. ZANARONE, *sub art. 2481-bis*, *cit.*, 1536 ss. e lo stesso M. SPERANZIN, *Diritto di sottoscrizione...*, *cit.*, 90. *Contra*, nel senso dell'intrasferibilità del diritto di sottoscrizione, M.S. SPOLIDORO, *L'aumento di capitale*, *cit.*, 482; M. NOTARI, *sub art. 2481-bis*, *cit.*, 921.

<sup>10</sup> Il *trade off* stabilito dal legislatore tra perdita del valore della partecipazione e recesso potrebbe essere *corretto* da una clausola di “apertura” che, non solo legittimi l'esclusione o la limitazione del diritto di sottoscrizione, ma anche che renda obbligatoria la previsione del sovrapprezzo.

<sup>11</sup> L'espressione è mutuata da F. D'ALESSANDRO, *La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata...*, *cit.*, 38.

mente nella determinazione del contenuto delle partecipazioni sociali<sup>12</sup> – nonché la preordinazione dei diritti in questione alla salvaguardia di interessi esclusivamente dei soci, inducono a vagliare la possibilità di stabilire statutariamente la spettanza dei diritti medesimi in misura non proporzionale alla partecipazione sociale.

Si tratta cioè di verificare se, in forza di una clausola statutaria generale ed astratta, possa stabilirsi un diritto di opzione o un diritto di sottoscrizione più che proporzionale per alcuni soci e, conseguentemente, meno che proporzionale per altri; previsione, se ritenuta legittima, alla quale la singola delibera di aumento del capitale dovrebbe necessariamente conformarsi, senza margini di discrezionalità. In altri termini, si tratta di verificare se i diritti astratti di sottoscrizione e di opzione possano essere statutariamente limitati *ex ante*, e non in dipendenza della singola delibera di aumento a pagamento del capitale sociale.

I “mezzi” per attuare tale deviazione del diritto di proporzionalità saranno ancora una volta quelli individuati nel primo capitolo, ovverosia le categorie azionarie, nelle s.p.a., i diritti particolari, nelle s.r.l. e, per entrambi i tipi, clausole che subordinano l’attribuzione del beneficio alla verifica di situazioni obiettive, astratte e potenzialmente riferibili ad ogni membro della compagine.

A ragione delle sopra accennate differenze in punto di disciplina, occorre quindi tentare di rispondere all’interrogativo differenziando l’analisi tra società per azioni e società a responsabilità limitata; analisi che – lo si anticipa sin d’ora – condurrà ad esiti opposti, più precisamente di totale chiusura nelle s.p.a. e di cauta apertura nelle s.r.l.

La questione della legittimità di diritti di opzione e di sottoscrizione non proporzionali presenta, oltre che una chiara assonanza terminologica, problematiche non totalmente dissimili da quelle sollevate dall’*assegnazione non proporzionale* di azioni o quote *in sede di aumento a pagamento del capitale sociale*. In tale ipotesi, la clausola programmatica dello statuto, legittimando l’attribuzione ai soci di partecipazioni non proporzionali ai conferimenti dai medesimi effettuati, e quindi legittimando la sottoscrizione di partecipazioni a prezzi differenziati, facoltizza l’esclusione o la limitazione – per il socio onerato di un esborso maggiore – dei diritti di opzione e di sottoscrizione, intesi però non nell’accezione di diritto a sottoscrivere partecipazioni di nuova emissione in proporzione a quelle precedentemente possedute bensì in quella di diritto a sottoscriverle alle *medesime condizioni economiche* riservate agli altri soci<sup>13</sup>. È evidente, infatti, che la clausola statutaria programmatica che contempla tale possibilità di assegnazione asimmetrica, a differenza di quella in esame, non scardina di per sé il meccanismo della proporzionalità tra misura della partecipazione e misura

---

<sup>12</sup> Come testimoniamo le nuove formulazioni degli artt. 2348, comma secondo, e 2468, comma terzo, c.c.

<sup>13</sup> M. NOTARI, *sub art. 2346, cit.*, 49 s., testo e nt. 119.

dei diritti di opzione e sottoscrizione, assolvendo piuttosto la funzione di chiarire che l'emissione di una parte delle partecipazioni ad un prezzo inferiore al valore nominale possa essere «equilibrata» dall'emissione di altre partecipazioni ad un prezzo superiore al valore medesimo, in misura tale da soddisfare l'equazione tra capitale di nuova formazione e conferimenti complessivamente dovuti dai sottoscrittori delle partecipazioni di nuova emissione<sup>14</sup>. Non a caso, per la valida assunzione della delibera di aumento del capitale sociale con assegnazione non proporzionale di partecipazioni, si ritengono imprescindibili, oltre che le usuali maggioranze di legge, (almeno) il consenso del socio che si addossa l'onere di sottoscrivere partecipazioni a prezzo tale da compensare il versamento inferiore al nominale di altri (se non anche quello del socio beneficiato)<sup>15</sup>; in tale consenso, si riscontrerebbe infatti un implicito assenso alla limitazione “*qualitativa*”<sup>16</sup> del diritto di opzione (cioè, l'assegnazione di partecipazioni ad un prezzo più gravoso rispetto a quello corrisposto dagli altri soci).

Entrambe le previsioni determinano quindi una limitazione, seppur “*quantitativa*” nell'un caso e “*qualitativa*” nell'altro, dei diritti di opzione e di sottoscrizione; tuttavia esse si differenziano profondamente in termini di effetti considerando che solo la clausola di cui si discute l'ammissibilità determinerebbe, se ritenuta legittima, una limitazione del *diritto astratto* mentre quella dell'assegnazione non proporzionale si limita a stabilire una specifica ipotesi di limitazione del *diritto concreto* che scaturirebbe comunque dalla singola decisione di aumento di volta in volta adottata dai soci.

## **2. L'esclusione del diritto di opzione, la normativa italiana e quella comunitaria: argomenti – insuperabili – contro l'ammissibilità di un diritto di opzione non proporzionale.**

La disciplina relativa alla non spettanza, limitazione o esclusione del diritto di opzione non ha subito sostanziali modifiche con l'intervento riformatore se non per l'introduzione della previsione per cui nelle società con azioni quotate in mercati regolamentati *lo statuto può escludere il diritto di opzione* nei limiti del dieci per cento del capitale sociale preesistente, a condizione che il prezzo di emissione corrisponda al valore di mercato delle

---

<sup>14</sup> M. NOTARI, *sub art. 2346, cit.*, 48.

<sup>15</sup> Così P. MARCHETTI, *Gli aumenti di capitale*, in *Il nuovo ordinamento delle società*, Milano, 2003, 277 s.; M. NOTARI, *sub art. 2346, cit.*, 47 ss., i quali ritengono altresì che l'aumento di capitale con assegnazioni di partecipazioni non proporzionali ai conferimenti debba necessariamente essere caratterizzato dall'*inscindibilità*; solo per tale via, si afferma, risulterebbe con certezza rispettato il principio per cui il valore complessivo dei conferimenti non deve essere inferiore all'aumento del capitale sociale. In realtà, il carattere dell'*inscindibilità* non risulta indispensabile; l'unico correttivo necessario e sufficiente sembrerebbe la sottoscrizione dei soci obbligati ad effettuare i conferimenti in misura più che proporzionale e v., sul punto, M.S. SPOLIDORO, *L'aumento di capitale, cit.*, 491.

<sup>16</sup> Sulla limitazione qualitativa del diritto di opzione, intesa come aggravamento delle condizioni di esercizio del diritto: F. GUERRERA, *I warrants azionari...*, *cit.*, 99 ss.



azioni e ciò sia confermato in apposita relazione da un revisore legale o da una società di revisione legale dei conti (art. 2441, quarto comma, secondo periodo, c.c.); innovazione sulla quale si avrà modo di tornare nel prosieguo.

Innanzitutto, ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, c.c. il diritto di opzione continua a poter essere escluso o limitato «quando l'interesse della società lo esige» o meglio, secondo la lettura elastica, oggi prevalente, della disposizione, quando la limitazione o l'esclusione rappresenti la soluzione preferibile e ragionevolmente più conveniente, ancorché non l'unica percorribile<sup>17</sup>.

La relativa delibera deve essere corredata da una relazione degli amministratori che evidenzia le ragioni dell'operazione – non meramente generiche o tautologiche bensì sufficientemente circostanziate<sup>18</sup> – e chiarisca i criteri di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni nonché da un parere del collegio sindacale (o del consiglio di sorveglianza)<sup>19</sup> – che dovrà restare depositato presso la sede sociale nei quindici giorni che precedono l'assemblea chiamata a deliberare l'aumento affinché i soci possano prenderne visione – sulla congruità di tale prezzo di emissione<sup>20</sup>. Come già emerso nelle battute iniziali del capitolo, nelle s.p.a., la delibera di aumento del capitale sociale con esclusione o limitazione del diritto di opzione determina per il socio un pregiudizio esclusivamente corporativo; la previsione di un prezzo di emissione congruo, determinato sulla base del patrimonio netto (e, qualora le azioni siano quotate in mercati regolamentati, tenendo conto dell'andamento dei corsi di borsa nell'ultimo semestre) è finalizzata,

---

<sup>17</sup> Trib. Milano, 7 febbraio 2006, in *Corr. mer.*, 2006; 853 ss.; Trib. Milano, 31 gennaio 2005, in *Giur. it.*, 2005, 1865 ss.; Trib. Saluzzo, 24 febbraio 2001, in *Giur. comm.*, 2001, II, 623 ss.; Cass., 23 marzo 1993, n. 3458, in *Soc.*, 1993, 1463, Cass., 28 giugno 1980, n. 4089, in *Giur. comm.*, 1983, II, 250. *Contra*, in dottrina, R. ROSAPEPE, *L'esclusione del diritto di opzione...*, cit., 54 ss., che ritiene possibile l'esclusione o la limitazione soltanto qualora vi sia l'assoluta necessità di sacrificare il diritto dei soci.

<sup>18</sup> Trib. Verona, 22 luglio 1993, in *Vita not.*, 1994, 319. L'assenza o l'inidoneità della giustificazione della esclusione o limitazione del diritto di opzione determina l'annullabilità della relativa delibera di aumento del capitale sociale; così Cass., 20 gennaio 2011, n. 1361, in *Giust. civ.*, 2011, 614 ss., poiché il contrasto con norme, anche cogenti, rivolte alla tutela di un interesse individuale dei soci, come quello in analisi, determina un'ipotesi di mera annullabilità. *Conf.*, Cass., 7 novembre 2008, n. 26842, in *Riv. not.*, 2009, 468 ss. *Contra*, nel senso della nullità, Trib. Milano, 31 gennaio 2005, cit.; Cass., 13 gennaio 1987, n. 133, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1987, I, 746 ss.

<sup>19</sup> O del soggetto incaricato della revisione legale dei conti, qualora il collegio sindacale sia investito del solo controllo sulla gestione. Su tale questione, S.A. CERRATO, *sub art. 2441*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Bologna, 2004, 1514 ss.; M. SPERANZIN, *sub art. 2441*, cit., 869 s.

<sup>20</sup> Con il consenso unanime dei soci si può rinunciare alla predisposizione della relazione, del parere di congruità ed ai termini di deposito di tali documenti, in quanto si sostanziano in tutele procedimentali e informative esclusivamente a favore dei soci; così, prima della riforma, P. MARCHETTI, *Aumento di capitale ed emissione di obbligazioni*, in *Problemi relativi all'attuazione della Seconda Direttiva CEE*, Milano, 1988, 150 nonché Massima n. XIV del 20 novembre 2001 della Commissione Società del Consiglio Notarile di Milano, consultabile *on line* al sito internet [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it) e, dopo la riforma, S.A. CERRATO, *sub art. 2441*, cit., 1513.

infatti, ad assicurare la conservazione del valore patrimoniale della partecipazione. Ciò spiega la significativa diffusione dell'orientamento secondo il quale il prezzo di emissione delle azioni di nuova emissione possa essere stabilito anche con *criteri diversi* da quello meramente patrimoniale<sup>21</sup> giacché tale prezzo, per assicurare effettiva tutela alla finalità sopra riferita, deve tendere al *valore effettivo* delle nuove azioni<sup>22</sup>, come del resto parrebbe confermato dallo stesso tenore letterale della disposizione – che, al comma sesto, considera la consistenza patrimoniale della società quale mera «base» di calcolo del prezzo di emissione – e come la coerenza sistematica imporrebbe, specie ponendo mente ai criteri di determinazione del valore di liquidazione delle azioni in caso di recesso<sup>23</sup>. E dunque, nel caso in cui il capitale economico della società sia superiore al capitale nominale, l'emissione delle nuove azioni *dovrà avvenire con sovrapprezzo* che, secondo un consolidato orientamento, sarà determinabile in misura anche «lievemente» inferiore alla secca differenza tra valore patrimoniale delle azioni di nuova emissione e valore nominale delle stesse, a condizione che ciò risulti «opportuno» affinché l'operazione di aumento ottenga un buon riscontro tra gli investitori<sup>24</sup>.

Parimenti immutata è la previsione che stabilisce la non spettanza del diritto di opzione quando l'aumento è destinato ad essere liberato in natura (art. 2441, comma quarto, primo periodo, c.c.), disposizione la cui *ratio* è da rinvenirsi nell'infungibilità del bene conferito che rende logicamente incompatibile il diritto di opzione con l'interesse della società – che dovrà comunque risultare dalla relazione illustrativa dell'organo amministrativo – ad acquisire la disponibilità di detto bene<sup>25</sup>. La procedura ricalca quella pre-

---

<sup>21</sup> In tal senso, era già orientata la dottrina dominante *ante* riforma, e v. per tutti G. MUCCIARELLI, *Il sovrapprezzo delle azioni*, Milano, 1997, 183 ss., spec. 190, testo e nt. 208, ove ampi riferimenti alla letteratura.

<sup>22</sup> R. NOBILI, *sub art. 13*, in *La riforma delle società per azioni* a cura di R. Nobili e M. Vitale, Milano, 1975, 373. Sul punto, anche M. NOTARI, *Appunti sul diritto di opzione...*, *cit.*, 843.

<sup>23</sup> Per tale condivisibile annotazione, E. GINEVRA, *La determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, *Riv. soc.*, 2008, 514, testo e nt. 34.

<sup>24</sup> In questo senso, *ex multis*, D. MARCHETTI, *Diritto di opzione e sovrapprezzo delle azioni nel progetto di riforma della disciplina delle società commerciali*, in *Studi in memoria di A. Torrente*, II, Milano, 1968, 679 e G.B. PORTALE, *Opzione e sovrapprezzo...*, *cit.*, 219; R. NOBILI, *sub art. 13*, *cit.*, 374, G.C.M. RIVOLTA, *Profili della nuova disciplina del diritto di opzione nelle società per azioni (l. 7 giugno 1974, n. 216)*, in *Riv. dir. civ.*, 1975, I, 537, secondo il quale il prezzo di emissione può essere «notevolmente» inferiore al valore patrimoniale purché ciò risulti «necessario» per il buon esito dell'aumento di capitale. *Contra*, A. MIGNOLI, *La determinazione dell'entità del sovrapprezzo*, in *Riv. soc.*, 1982, 526, secondo il quale il valore patrimoniale netto rappresenta il *prezzo minimo di emissione*.

<sup>25</sup> Discutendosi invece se il carattere dell'infungibilità, e quindi la non spettanza del diritto di opzione, sussista anche in caso di conferimento di crediti in denaro; in senso affermativo, P. MARCHETTI, *sub art. 22*, in *D.P.R. 10 febbraio 1986 n. 30. Modificazioni alla disciplina delle società per azioni, in accomandita per azioni, a responsabilità limitata e cooperative, in attuazione della direttiva del Consiglio delle Comunità Europee n. 77/91 del 13 dicembre 1976, ai sensi della legge 8 agosto 1985, n. 142. Commentario* a cura di P. Marchetti, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1988, I, 182; in senso negativo, R. ROSAPEPE, *L'esclusione del diritto di opzione...*, *cit.*, 92 ss.

cedentemente accennata, con la precisazione che tra i documenti richiesti si aggiunge la relazione peritale che, ai sensi dell'art. 2440 c.c., potrà essere redatta seguendo il regime «tradizionale» dell'art. 2443 c.c. o, alternativamente, quello «semplificato» dell'art. 2343-ter c.c.<sup>26</sup> e che dovrà restare depositata, nel termine sopra riferito, presso la sede sociale unitamente al parere di congruità sul prezzo di emissione delle azioni<sup>27</sup>.

Con l'intervento riformatore, l'art. 2441, ottavo comma, c.c. – che è finalizzato ad incentivare la partecipazione e la fidelizzazione dei prestatori di lavoro subordinato e che rappresenta la terza ipotesi nella quale si consente la limitazione o l'esclusione del diritto di opzione – ha subito invece alcune variazioni, e precisamente un ampliamento soggettivo dei potenziali destinatari delle azioni di nuova emissione<sup>28</sup>; la norma, infatti, oltre a contemplare i dipendenti dell'emittente<sup>29</sup>, si rivolge ora anche ai dipendenti delle società *controllanti* o *controllate* dall'emittente medesimo<sup>30</sup>. L'emissione è caratterizzata da un regime di favore, non sussistendo né l'obbligo del sovrapprezzo, né la necessaria predisposizione della relazione illustrativa dell'organo amministrativo che evidenzia le ragioni dell'esclusione o limitazione del diritto di opzione – perché qui è il legislatore che valuta in *re ipsa* la sussistenza dell'interesse sociale all'incentivazione dei dipendenti – e nemmeno la redazione del parere di congruità del collegio sindacale.

---

<sup>26</sup> Sul quale v., per tutti, M. NOTARI, *Il regime alternative delle valutazioni dei conferimenti in natura in società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2009, 54 ss.;

<sup>27</sup> Nel caso di aumento di capitale con esclusione o limitazione del diritto di opzione da liberarsi in denaro, «la congruità del prezzo è un giudizio di valutazione “assoluta” data al patrimonio sociale: in tanto il prezzo è congruo, in quanto la somma di denaro pagata dal sottoscrittore per ogni nuova azione è proporzionale al valore effettivo del patrimonio sociale. Le due grandezze comparate sono il *denaro*, da un lato, e il *valore del patrimonio sociale* dall'altro». Nel caso l'aumento (senza opzione) sia da liberarsi in natura, invece, «la comparazione è tra il valore del bene conferito e il valore del patrimonio sociale. Non esiste a ben vedere né un prezzo né un sovrapprezzo, poiché non esiste alcuna controprestazione in denaro: l'operazione, infatti, assomiglia più ad una permuta (ove non si può certo parlare di “prezzo”) che ad una vendita. In questo caso, dunque, la congruità consiste in un giudizio non più *assoluto*, bensì *relativo*, ovvero sia un giudizio sul *rapporto* tra il valore del patrimonio, da un lato, e del bene conferito, dall'altro. Questo diventa evidente [...] allorché si conferiscono azioni, operazione nella quale si può riscontrare un vero e proprio *rapporto di cambio*, la cui congruità dovrebbe essere valutata alla medesima stregua del rapporto di cambio in sede di fusione». Così, M. NOTARI, *Appunti sul diritto di opzione...*, cit., 843 s.

<sup>28</sup> Con la soppressione del *quorum* rafforzato, della quale si è dato conto *supra* in nt. 4, il comma in parola è stato nuovamente modificato. La versione precedente stabiliva infatti che l'esclusione dell'opzione in misura superiore a un quarto delle azioni di nuova emissione dovesse essere approvata con la maggioranza prescritta dal previgente quinto comma, vale a dire con il voto di «oltre la metà del capitale sociale», in qualsiasi convocazione.

<sup>29</sup> Tra i quali, dunque, non possono annoverarsi gli amministratori *che non siano dipendenti*, su tale problematica, B. PETRAZZINI – S. A. CERRATO, *L'aumento del capitale...*, cit., 392.

<sup>30</sup> Come già in origine era previsto all'art. 134 T.U.F. Sulla possibilità di prevedere che l'emissione sia destinata a singole categorie di dipendenti o a singoli dipendenti, v. P. MARCHETTI, *sub art. 134*, in *La disciplina delle società quotate. Commentario* a cura di P. Marchetti – L.A. Bianchi, t. II, Milano, 1999, 1227 ss.

Questo breve ed incompleto *excursus* consente di individuare un primo argomento che parrebbe deporre in senso contrario all'ammissibilità di un diritto di opzione non proporzionale. Dalla normativa analizzata, ad eccezione di quella concernente la creazione di un azionariato dei dipendenti, si evince, infatti, che l'esclusione o la limitazione del diritto di opzione è inscindibilmente legata all'illustrazione delle ragioni che di volta in volta giustificano l'esclusione o la limitazione stesse. Sicché sembrerebbe confliggere con tale assetto la previsione di una clausola statutaria in forza della quale si stabilisca *ora per allora* la rispondenza all'interesse sociale delle successive delibere di aumento di capitale con esclusione o limitazione del diritto di opzione, interesse al quale le successive relazioni illustrative dovrebbero acriticamente attenersi.

Ma il vero argomento che convince dell'inammissibilità della clausola in analisi si desume dalla normativa comunitaria.

L'art. 29, comma quarto, della Direttiva 77/91/CE (ed ora art. 33 della Direttiva 2012/30/UE), con riferimento ad *ogni società per azioni*<sup>31</sup>, dispone infatti che «*il diritto di opzione non può essere escluso o limitato dallo statuto o dall'atto costitutivo*» bensì esclusivamente deciso dall'assemblea<sup>32</sup>; il che si traduce in una netta preclusione della possibilità di stabilire statutariamente un diritto di opzione non proporzionale, cioè quantitativamente maggiorato per alcune partecipazioni e al contempo limitato per altre, a valere automaticamente per ogni futuro aumento del capitale sociale<sup>33</sup>. D'altronde, è la stessa giurisprudenza comunitaria a chiarire che la Direttiva 77/91/CE rappresenta un *livello minimo di tutela* del diritto d'opzione dell'azionista che, come tale, ammette esclusivamente un *rafforzamento* da

---

<sup>31</sup> Cfr. art. 1 Direttiva 77/91/CE ed il relativo allegato I. In tema risulta interessante analizzare l'assetto normativo britannico. Storicamente non si riscontrava alcuna *common law rule* che obbligasse l'emittente a riconoscere ai propri azionisti il diritto d'opzione (*i.e. right of pre-emption*), cionondimeno il riconoscimento di tale prerogativa era spesso concesso, su base volontaria, dagli *articles* delle *private companies* mentre, nel caso delle *public companies*, costituiva una regola prevista dalle *Stock Exchange Listing Rules*. Con il recepimento della Direttiva 77/91/CE, il *right of pre-emption* è diventato una prerogativa legale dell'azionista di società quotata e non. Nel caso della Gran Bretagna, tuttavia, poiché ai sensi dell'art. 1 della Direttiva, la medesima trova applicazione per le sole *public companies*, si consente alle *private companies* di disapplicare la regola con specifica previsione contenuta negli *articles* della società. La *section 567 CA 2006* stabilisce, infatti, che «*all or any of the requirements of (a) section 561 (existing shareholders' right of pre-emption), or (b) section 562 (communication of pre-emption offers to shareholders) may be excluded by provision contained in the articles of a private company*».

<sup>32</sup> Il chiaro tenore letterale della disposizione induce al netto rifiuto dell'orientamento secondo il quale il principio dell'inammissibilità di astratte limitazioni statutarie al diritto di opzione varrebbe solo con riferimento alla totalità delle azioni emesse dalla società, e non anche quando tale diritto venga statutariamente assunto al rango di elemento qualificante di una categoria speciale di azioni; così M. BIONE, *Le azioni*, cit., 51.

<sup>33</sup> E sul punto, in ottica comparatistica, si v. l'art. 96, comma secondo, della *Ley de Sociedades de Capital* secondo il quale, nella *sociedad anónima*, «*no podrán emitirse acciones que de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal y [...] el derecho de preferencia*»; ordinamento, quello spagnolo, che tuttavia ammette l'emissione di azioni con valore nominale differente.

parte delle singole discipline nazionali e mai un *affievolimento*<sup>34</sup> che, pertanto, deve ritenersi interdetto anche per l'autonomia privata degli azionisti le cui intraprese sono regolate dalla normativa di matrice europea.

Trova così conferma la distinzione sopra accennata tra diritto astratto e diritto concreto di opzione: da un lato, infatti, quale diritto immanente della partecipazione azionaria, non può essere escluso in via programmatica, dall'altro, quale diritto contingente che sorge in dipendenza della singola delibera di aumento del capitale sociale a pagamento, è suscettibile di esclusione e limitazioni nelle specifiche ipotesi predeterminate dal legislatore.

Inoltre, deve pure osservarsi che l'ordinamento italiano non ha colto, neppure con la riforma del diritto societario, la facoltà riconosciuta dalla normativa comunitaria di limitare o escludere *ex ante* il diritto di opzione per determinate categorie azionarie, là dove dotate di diritti patrimoniali limitati (art. 29, comma secondo, lettera a), della Direttiva 77/91/CE)<sup>35</sup>. Così come non è stata sviluppata la possibilità di stabilire un diritto di preferenza nell'esercizio dell'opzione per le categorie di azioni caratterizzate da un diritto diverso all'utile, alla quota di liquidazione o al voto in caso di aumento di capitale mediante emissione di nuove azioni della propria categoria di appartenenza (art. 29, comma secondo, lettera b), della Direttiva 77/91/CE)<sup>36</sup>. Il mancato recepimento delle previsioni citate conferma quindi che è preclusa all'autonomia statutaria la facoltà di differenziare le varie categorie azionarie con riferimento al diritto di opzione, e così la possibilità che esso sia limitato o escluso programmaticamente.

Alla luce del principio suddetto deve essere decodificata anche la nuova ipotesi, della quale si è riferito *in limine*, di esclusione del diritto di opzione nei limiti del dieci per cento del capitale sociale preesistente in società con azioni quotate in mercati regolamentati, ove si consente di derogare al procedimento e agli oneri documentali previsti dall'art. 2441, comma sesto, c.c.<sup>37</sup> purché il prezzo di emissione corrisponda al «valore di merca-

---

<sup>34</sup> V. C. Giust. CE, 19 novembre 1996, C-42/95 (c.d. caso *Siemens AG/Henry Nold*).

<sup>35</sup> La previsione ha trovato recentemente attuazione nell'ordinamento francese. L'art. L. 228-11, *alinéa* 5, *C. comm.* – come modificato con l'*ordonnance* n. 2008-1145 del 6 novembre 2008 – stabilisce, infatti, che, «*par dérogation aux articles L. 225-132 et L. 228-91, les actions de préférence sans droit de vote à l'émission auxquelles est attaché un droit limité de participation aux dividendes, aux réserves ou au partage du patrimoine en cas de liquidation sont privées de droit préférentiel de souscription pour toute augmentation de capital en numéraire, sous réserve de stipulations contraires des statuts*».

<sup>36</sup> Un accenno sul tema in P MARCHETTI, *Gli aumenti di capitale...*, *cit.*, 275.

<sup>37</sup> Per vero, la redazione di una relazione dell'organo amministrativo è comunque richiesta dall'art. 125-ter T.U.F. e, in ogni caso, almeno ventuno giorni prima di quello fissato per l'assemblea chiamata a deliberare l'aumento, la società deve mettere a disposizione la relazione del soggetto incaricato della revisione legale che attesti la corrispondenza del prezzo di emissione delle nuove azioni al valore di mercato di quelle già in circolazione (*cfr.* art. 158, terzo comma, T.U.F.)

to»<sup>38</sup> delle azioni e tale corrispondenza sia confermata da apposita relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti<sup>39</sup>.

L'art. 2441, quarto comma, secondo periodo, c.c. nella parte in cui dispone che «*lo statuto può escludere il diritto di opzione*» parrebbe porsi in termini antitetici al diritto comunitario poiché sembrerebbe affermare che sia direttamente lo statuto, e non la singola delibera di aumento, ad escludere il diritto<sup>40</sup>.

Tuttavia la necessità di interpretare la normativa italiana alla luce di quella comunitaria non consente di avvalorare tale interpretazione letterale e correttamente induce la maggioranza degli interpreti a ritenere che sia la singola delibera di aumento ad escludere il diritto di opzione, assolvendo la previsione statutaria l'esclusiva funzione di abilitare l'assemblea ad adottare in futuro la delibera di aumento avvalendosi della procedura «semplificata»<sup>41</sup>.

Più che altro viene da domandarsi perché tale ipotesi di esclusione non sia stata delineata *ex lege*, invece che richiedendo una previsione statutaria abilitativa, introducibile, a maggioranza, un istante prima della deliberazione di aumento.

Del resto, non sembra cogliere nel segno l'opinione di chi ritiene che la clausola sia necessaria «a cagione delle minori cautele per il socio (mancanza di una maggioranza qualificata, di un controllo preventivo delle ragioni dell'esclusione e della congruità del prezzo di emissione) nel procedimento di esclusione»<sup>42</sup>. Oltre la circostanza che – oggi – il *quorum* rafforzato non è più richiesto per ogni ipotesi di esclusione o limitazione del diritto di opzione; occorre sottolineare, *in primo luogo*, che la finalità

---

<sup>38</sup> Sui molteplici dubbi interpretative sollevati da tale formula, G. BALP – M. VENTORUZZO, *Esclusione del diritto d'opzione nelle società con azioni quotate nei limiti del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di emissione*, in *Riv. soc.*, 2004, 809 ss.

<sup>39</sup> Disposizioni analoghe sono presenti negli ordinamenti societari storicamente attigui al nostro: *cfr.* in Germania, § 186 *AktG* e in Francia, L. 225-136, alinea 3, *C. comm.*, introdotto quasi simultaneamente alla previsione italiana. L'assunto dal quale muovono queste disposizione è che la soppressione del diritto di opzione nelle società che adiscono il mercato del capitale di rischio non risulta particolarmente pregiudizievole: il rischio della diluizione della posizione corporativa è infatti agevolmente compensabile con l'acquisto di partecipazioni sul mercato; e v. sul punto, rispettivamente per l'ordinamento tedesco e quello francese, J.-J. DAIGRE, *Les émissions sans droit préférentiel de souscription*, in *Rev. soc.*, 2004, 479 ss. e H. WIEDEMANN, § 186, in *Aktiengesetz Großkommentar*, Berlin, 1995, 319 s.

<sup>40</sup> Come, erroneamente, ritiene G.L. GRECO, *sub art. 2441*, in *La riforma delle società. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 2003, 917.

<sup>41</sup> In questi termini, G. BALP – M. VENTORUZZO, *Esclusione del diritto d'opzione...*, *cit.*, 796 e 809; A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse*, in *Trattato di diritto civile del Consiglio Nazionale del Notariato*, diretto da P. Perlingieri, V, 10, Napoli, 2005, 281; G. GIANNELLI, *L'aumento di capitale*, *cit.*, 280 ss.; M. SPERANZIN, *sub art. 2441*, *cit.*, 865; B. PETRAZZINI – S. A. CERRATO, *L'aumento del capitale...*, *cit.*, 394, a quali si rinvia per l'analisi delle problematiche che la disposizione solleva.

<sup>42</sup> Così G. GIANNELLI, *L'aumento di capitale*, *cit.*, 280, nt. 58.

dell'operazione – cioè la raccolta *flessibile* di ulteriore capitale di rischio nel mercato o tramite un collocamento privato<sup>43</sup> – pare valutata dal legislatore, in via astratta e generale, come meritevole di tutela<sup>44</sup>, *in secondo luogo*, che le concrete ragioni dell'operazione troveranno verosimilmente spazio nella relazione *ex art. 125-ter* T.U.F. e, *in terzo luogo*, che il parere di congruità sembra efficacemente sostituito dalla relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti, considerando che entrambi i documenti assolvono la medesima funzione di attestare l'adeguatezza del prezzo di emissione rispetto ai criteri di valorizzazione sussistenti nelle singole ipotesi di esclusione o limitazione<sup>45</sup>.

### **3. La clausola statutaria che consente l'esclusione del diritto di sottoscrizione e l'autonomia statutaria.**

In coerenza con l'indicazione del legislatore delegante di prevedere un autonomo ed organico complesso di norme per la s.r.l., l'intervento riformatore ha sostituito il previgente art. 2495 c.c. con un'articolata disciplina volta a regolare le operazioni sul capitale che si discosta incisivamente da quella sussistente nella s.p.a.

È già emerso che, nel silenzio dello statuto, un aumento di capitale mediante nuovi conferimenti determina per i soci il diritto di sottoscriverlo in proporzionale alle partecipazioni delle quali gli stessi sono titolari e che, cionondimeno, è espressamente consentito all'atto costitutivo (*rectius*, allo statuto) di prevedere che detto aumento possa essere attuato mediante offerta di quote di nuova emissione a terzi<sup>46</sup>, salvo il caso di cui all'art. 2482-ter

---

<sup>43</sup> Sulla possibilità di avvalersi di tale modalità di offerta, che non sostanziandosi in una sollecitazione all'investimento consente di effettuare l'operazione senza la predisposizione di un'offerta pubblica di sottoscrizione, G. BALP – M. VENTORUZZO, *Esclusione del diritto d'opzione...*, cit., 811 ss.; G. GIANNELLI, *L'aumento di capitale*, cit., 276 nonché M. SPERANZIN, *sub art. 2441*, cit., 865; ai quali si rinvia per ulteriori riferimenti bibliografici.

<sup>44</sup> Nello stesso senso, G. BALP – M. VENTORUZZO, *Esclusione del diritto d'opzione...*, cit., 816.

<sup>45</sup> P. MARCHETTI, *Gli aumenti di capitale...*, cit., 275; G. BALP – M. VENTORUZZO, *Esclusione del diritto d'opzione...*, cit., 816. In senso diverso, G. GIANNELLI, *L'aumento di capitale*, cit., 279, secondo il quale «la relazione della società di revisione non si deve pronunciare sulla congruità del prezzo, cioè sulla ricostruzione di un percorso argomentativo che presenta margini di discrezionalità, ma deve *asseverare* che il prezzo delle azioni corrisponda al valore di mercato, ad una certa data di riferimento».

<sup>46</sup> La circostanza che l'art. 2481-bis c.c. contempra la sola ipotesi di esclusione o limitazione del diritto di sottoscrizione «mediante offerta di quote di nuova emissione a terzi» e non quella dell'offerta ad uno o più soci non può essere letta in termini preclusivi. Come correttamente si è messo in luce, «la contraria opinione sarebbe difficilmente spiegabile alla luce della *ratio* della suddetta apertura all'autonomia statutaria, identificabile nell'esigenza di conciliare il diritto di sottoscrizione del socio con l'aspettativa della società circa la possibilità di acquisire a titolo di conferimento le utilità necessarie alla sua attività: aspettativa la quale ben potrebbe configurarsi ne confronti, oltre che di un terzo, anche di un dei soci». Così, G. ZANARONE, *sub art. 2481-bis*, cit., 1544. Conf. A. BARTALENA, *sub art. 2481-bis*, cit., 1663; S.A. CERRATO, *Aumenti di capitale...*, cit., 853; P. REVIGLIONE, *Il recesso nella società a responsabilità limitata*, cit., 264; M.S. SPOLIDORO, *L'aumento di capitale*, cit., 484; G. DE MARCHI – A. SANTUS – L. STUCCHI, *sub art. 2481-bis*, cit., 1204;

c.c., e salvo il diritto di recesso *ex art.* 2473 c.c. dei soci che non abbiano consentito alla decisione di aumento<sup>47</sup>.

Per verificare la legittimità di un diritto di sottoscrizione non proporzionale, occorre quindi stabilire fino a che punto il regime legale possa subire deroghe ad opera dell'autonomia statutaria. Sul punto, riscontra una certa convergenza di consensi l'annotazione secondo la quale il contenuto della clausola che abilita l'esclusione o la limitazione del diritto di opzione non patisce limiti, se non quelli previsti dal medesimo art. 2481-*bis* c.c., vale a dire l'inderogabilità, da un lato, del diritto di recesso e, dall'altro, del principio di proporzionalità nell'ipotesi in cui l'aumento del capitale sociale sia contestuale ad una sua riduzione per perdite sotto il minimo legale<sup>48</sup>.

Ferma questa premessa condivisa, gli orientamenti però divergono quando l'interrogativo diviene quello di stabilire se la clausola possa altresì contemplare un *diritto particolare* – di cui all'art. 2468, comma terzo, c.c. – *di sottoscrizione*, cioè un diritto *ad personam* di essere (quantitativamente) preferito agli altri soci nel collocamento dell'aumento di capitale<sup>49</sup>.

A sostegno dell'orientamento contrario all'ammissibilità della figura, si adducono essenzialmente due argomenti.

*In primo luogo*, si afferma che l'art. 2468, comma terzo, c.c., circoscrive all'amministrazione della società e alla distribuzione degli utili le materie per le quali possono essere attribuiti «diritti particolari» ad uno o più soci sicché, non inquadrandosi in tali materie il diritto di sottoscrizione, «l'autonomia statutaria non potrebbe spingersi fino al punto di escludere ta-

---

M. NOTARI, *sub art. 2481-bis, cit.*, 917; M. SPERANZIN, *Diritto di sottoscrizione...*, *cit.*, 119. *Contra*, isolatamente, O. CAGNASSO, *La società...*, *cit.*, 335. In presenza della clausola statutaria abilitativa, deve quindi ritenersi ammissibile che l'assemblea deliberi – a maggioranza – un aumento del capitale destinato esclusivamente, o in misura più che proporzionale, ad uno o più soci, salva la possibilità per i soci il cui diritto di opzione è escluso o limitato di eccepire la sussistenza di un'ipotesi di abuso.

<sup>47</sup> Sulle peculiarità di tale ipotesi (inderogabile) di recesso, si v. G. ZANARONE, *sub art. 2481-bis, cit.*, 1546 nt. 37 e M. NOTARI, *sub art. 2481-bis, cit.*, 922.

<sup>48</sup> G. ZANARONE, *sub art. 2481-bis, cit.*, 1544; M. NOTARI, *sub art. 2481-bis, cit.*, 918; M. SPERANZIN, *Diritto di sottoscrizione...*, *cit.*, 115 ss. secondo il quale i soci possono «determinare il contenuto della disciplina del diritto di sottoscrizione che più è idoneo a soddisfare i loro interessi in relazione alla struttura organizzativa della società e in considerazione del suo possibile utilizzo per diversi tipi empirici», in coerenza con la natura di *Allzweckinstrument* assunta dalla s.r.l. a seguito dell'intervento riformatore.

<sup>49</sup> Si esprimono per l'ammissibilità di un diritto particolare di sottoscrizione, M. MAUGERI, *Quali diritti particolari...*, *cit.*, 1501, nt. 57; M. MALTONI, *La partecipazione sociale, cit.*, 219 s.; P. BUTTURINI, *Clausole statutarie relative ad aumento e riduzione del capitale sociale nelle s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2007, 864; G. DE MARCHI – A. SANTUS – L. STUCCHI, *sub art. 2481-bis, cit.*, 1186; O. CAGNASSO, *La società...*, *cit.*, 336; M.S. SPOLIDORO, *L'aumento di capitale, cit.*, 484; M. CAVANNA, *Partecipazione e "diritti particolari"...*, *cit.*, 114 ss.; P. REVIGLIONE, *Il recesso nella società a responsabilità limitata, cit.*, 266; R. SANTAGATA, *sub art. 2468, cit.*, 287 e, nell'ordinamento tedesco, H. PRIESTER, § 55, in *Scholz Kommentar zum GmbH-Gesetz*, Köln, 2009, 3701.



le diritto per alcuni soci o attribuirlo in misura non corrispondente alla percentuale del capitale sociale rappresentata dalla quota posseduta»<sup>50</sup>.

L'argomento non convince e in senso contrario ad esso possono richiamarsi le medesime osservazioni già emerse nel primo capitolo. Da un lato, infatti, l'art. 2468, terzo comma, c.c. deve essere interpretato alla luce della legge delega che dà espressamente ampio risalto all'autonomia statutaria nel delineare il contenuto della partecipazione sociale, dall'altro lato, accedendo all'orientamento restrittivo, emergerebbe un'inspiegabile penalizzazione del tipo in analisi rispetto alla s.p.a. ove il contenuto della partecipazione azionaria può essere modellato non solo in relazione all'amministrazione della società e alla distribuzione degli utili bensì può essere liberamente determinato dallo statuto.

*In secondo luogo*, si afferma che legittimare un socio a sottoscrivere quote di nuova emissione in misura più che proporzionale alla propria partecipazione, risolvendosi nella limitazione del diritto di sottoscrizione di altri soci, «cozzerebbe contro la regola dell'art. 2481-bis (da intendersi come speciale, e dunque prevalente rispetto a quella generale dell'art. 2468, comma 3°) che subordina il diritto di sottoscrizione [...] ad una decisione da assumersi di volta in volta dall'assemblea in sede di aumento del capitale sociale»<sup>51</sup>. Altrimenti detto, il profilo "immanente" del diritto di sottoscrizione, quale diritto inderogabile facente parte del contenuto della partecipazione sociale, non sarebbe suscettibile di alcuna esclusione o limitazione da parte dello statuto, non essendo possibile privarne *a priori*, totalmente o parzialmente, alcuni o tutti i soci<sup>52</sup>.

Tuttavia, tale principio, se è indubbiamente dotato di un solido sostrato normativo nella s.p.a. – che ha portato ad escludere l'ammissibilità del diritto diverso di opzione – non lo sembra altrettanto nella s.r.l.

Innanzitutto, è bene chiarire che per il tipo in analisi non trova applicazione l'art. 29, comma quarto, della Direttiva 77/91/CE, in quanto tale disposizione è contenuta in un *corpus* normativo che riguarda, per l'ordinamento italiano, la sola società azionaria<sup>53</sup>. È altrettanto vero che, nonostante l'inapplicabilità della normativa comunitaria alla s.r.l., l'art. 2481-bis c.c. presuppone chiaramente che la concreta esclusione o limitazione del

---

<sup>50</sup> Così, A. BARTALENA, *sub art. 2481-bis, cit.*, 1662; D. GALLETTI, *sub art. 2481-bis*, in *Codice commentato delle s.r.l.*, diretto da P. Benazzo e S. Patriarca, Torino, 2006, 480.

<sup>51</sup> In questi termini, G. ZANARONE, *sub art. 2481-bis, cit.*, 1548 cui aderiscono M. NOTARI, *sub art. 2481-bis, cit.*, 914 e M. SPERANZIN, *Diritto di sottoscrizione...*, *cit.*, 155 ss.

<sup>52</sup> M. NOTARI, *sub art. 2481-bis, cit.*, 914; G. GIANNELLI, *L'aumento di capitale, cit.*, 313.

<sup>53</sup> Allo stato, in relazione alla s.r.l., difetta una disciplina uniforme a livello comunitario, nonostante la materia sia in forte evoluzione a seguito della pubblicazione, nel 2008, della *Proposta di Regolamento SPE I* e, nel 2009, della *Proposta di Regolamento SPE II*; proposte che, peraltro, tacciono in materia di diritto di sottoscrizione, come rammenta M. SPERANZIN, *Diritto di sottoscrizione...*, *cit.*, 4, nt. 12.

diritto di sottoscrizione derivi dalla decisione di aumento, e non dalla mera previsione della clausola statutaria che abilita tale compressione del diritto<sup>54</sup>. Tuttavia, non sembra che la medesima autonomia statutaria riconosciuta nella configurazione della clausola di apertura non possa incidere anche su profilo del diritto *astratto* di sottoscrizione.

Inoltre, pare a chi scrive opinabile il rilievo che il diritto di sottoscrizione possa essere sacrificato «solo in presenza di esigenze oggettive della società da valutarsi ad opera degli stessi soci e nel momento in cui concretamente si pongono»<sup>55</sup>. In senso opposto, può infatti osservarsi che l'art. 2481-*bis* c.c. si limita a richiedere una clausola che abiliti l'esclusione o la limitazione del diritto di sottoscrizione, senza necessità di ulteriori condizioni legali e non gravando alcun organo sociale di obblighi motivazionali per l'assunzione della singola delibera di aumento con esclusione o limitazione, potendo dunque affermarsi che i soci godono di *assoluta discrezionalità* nel decidere se, come e quando avvalersi della clausola<sup>56</sup>. Se non ci si inganna, dunque, non dovrebbe ritenersi preclusa la possibilità di limitare tale discrezionalità dei soci attraverso un diritto di sottoscrizione non proporzionale, vale a dire stabilendo una volta per tutte che le successive decisioni di aumento comporteranno per alcuni soci una dilatazione, e per altri una compressione, del diritto di sottoscrizione. Il che, naturalmente, non significa postulare l'irrelevanza della singola decisione di aumento, bensì che essa dovrà necessariamente conformarsi alla regola statutaria, dando comunque luogo al diritto di recesso per i soci che non abbiano consentito alla decisione medesima<sup>57</sup>.

Il diritto particolare in questione, peraltro, dovrebbe essere introdotto all'unanimità – secondo l'interpretazione preferibile dell'art. 2468, comma quarto, c.c. – sicché non potrebbe essere invocato, per sostenerne l'inammissibilità, il principio di parità di trattamento, in quanto assorbito e superato dal diritto di veto attribuito al singolo<sup>58</sup>. Per vero, anche qualora il

---

<sup>54</sup> Come convincentemente dimostra G. ZANARONE, *sub art. 2481-bis, cit.*, 1542.

<sup>55</sup> Così ancora G. ZANARONE, *sub art. 2481-bis, cit.*, 1542.

<sup>56</sup> In senso analogo a quello riferito nel testo è orientato M. MALTONI, *La partecipazione...*, *cit.*, 219 s.

<sup>57</sup> Valorizzano la sussistenza di tale tutela per sostenere l'ammissibilità di un diritto preferenziale di sottoscrizione, P. REVIGLIONE, *Il recesso nella società a responsabilità limitata*, *cit.*, 264 e G. DE MARCHI – A. SANTUS – L. STUCCHI, *sub art. 2481-bis, cit.*, 1186.

<sup>58</sup> M. CAVANNA, *Partecipazione e "diritti particolari"...*, *cit.*, 114 ss.; R. SANTA-GATA, *sub art. 2468, cit.*, 287. Il medesimo argomento potrebbe opposto a chi nega la possibilità di prevedere statutariamente particolari diritti in sede di aumento gratuito del capitale sociale osservando che «il legislatore consente – a certe condizioni – disparità di trattamento tra i soci nell'assegnazione degli utili e [...] delle riserve, nel momento in cui "escono" dalla società, ma non nel diverso caso in cui essi vi permangano a titolo "organizzativo". In tal caso, infatti, la regola della parità di trattamento assume un marcato tratto d'inderogabilità; carattere, questo, che appare funzionale alla protezione ed alla conservazione della posizione di soci [...] nell'ambito dell'organizzazione sociale», così G.A.M. TRIMARCHI, *L'aumento del capitale sociale, cit.*, 130. Del medesimo avviso, O. CAGNASSO, *La società...*, *cit.*, 341. *Contra*, per l'ammissibilità della figura, G. DE MARCHI – A. SANTUS – L. STUCCHI, *sub art. 2481-ter*, in *Società a responsabilità limitata*, a cura di L. A. Bian-

diritto di sottoscrizione fosse configurato *ad incertam personam*, cioè subordinato al verificarsi di condizioni oggettive, predeterminate e potenzialmente riferibili ad ogni socio, la sua introduzione in statuto non potrebbe che avvenire all'unanimità, in ossequio all'orientamento, qui condiviso, che lega l'introduzione della clausola abilitativa della limitazione e dell'esclusione del diritto di sottoscrizione al consenso dell'intera compagine.

La regola unanimistica, inoltre, consente ai soci che vedono ridotto il proprio diritto di sottoscrizione, non solo di recedere ad ogni decisione di aumento del capitale, ma anche di negoziare la previsione statutaria del sovrapprezzo obbligatorio che consentirebbe loro di mantenere inalterato non il proprio "peso" partecipativo ma almeno il valore della propria partecipazione.

A ragione degli argomenti che precedono, riterrei ammissibile un diritto particolare avente ad oggetto il diritto di opzione in misura più che proporzionale<sup>59</sup>.

Conclusivamente, non può esimersi dall'individuare alcuni interessi ai quali il diritto di sottoscrizione non proporzionale potrebbe efficacemente rispondere.

In primo luogo, con riferimento ad una società familiare o ad una *holding* familiare, si pensi alla finalità di consentire il passaggio generazionale dell'impresa, attribuendo il diritto di sottoscrizione più che proporzionale ai discendenti del socio di riferimento, già titolari di quote di capitale minoritarie. Con riferimento ad una *start-up* (non necessariamente sottoposta alla disciplina speciale), potrebbe poi ipotizzarsi la finalità di consentire al detentore dell'idea imprenditoriale – in ipotesi sprovvisto nella fase di *early stage* di risorse sufficienti ad assicurarsi una posizione preponderante nell'ente – di accrescere la propria posizione partecipativa, eventualmente in funzione dei risultati conseguiti dalla società che potrebbero costituire la provvista per l'incremento dell'investimento del socio.

---

chi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 1240; M. MAUGERI, *Quali diritti particolari...*, cit., 1491.

<sup>59</sup> Per altro verso, ritengo che nulla vieti l'attribuzione di un diritto particolare avente ad oggetto il diritto a ricevere in misura più che proporzionale le partecipazioni derivanti da un aumento gratuito del capitale sociale. Del resto, se è possibile prevedere l'attribuzione a singoli soci di diritti di preferenza per il caso di distribuzione di riserve, deve ritenersi altrettanto possibile stabilire che l'imputazione di tali riserve a capitale giovi ai soci in misura non proporzionale.



## INDICE DELLE OPERE CITATE

- ABBADESSA P., *La gestione dell'impresa nella società per azioni: profili organizzativi*, Milano, 1975
- ABBADESSA P., *Le disposizioni generali sulle società*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, XVI, Torino, 1985
- ABBADESSA P., *Il problema dei prestiti dei soci nelle società di capitali: una proposta di soluzione*, in *Giur. comm.*, 1988, I
- ABBADESSA P., *Rapporto di dominio e autonomia privata nel diritto societario italiano*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, I
- ABBADESSA P., *sub art. 2325*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, I, Napoli, 2004
- ABETE L., *I diritti particolari attribuibili ai soci di s.r.l.: alcuni profili*, in *Soc.*, 2006
- ABRIANI N., *Il divieto del patto leonino*, Milano, 1994
- ABRIANI N., *La struttura finanziaria delle società di capitali nel progetto Mirone e nella legge delega per la riforma del diritto societario: un primo confronto*, in ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Verso il nuovo diritto societario. Contributi per un dibattito*, a cura di P. Benazzo, F. Ghezzi e S. Patriarca, Bologna, 2002
- ABRIANI N., *sub art. 2348*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, v. 2, t. I, Bologna, 2004
- ABRIANI N., *sub art. 2351*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Bologna, 2004
- ABRIANI N., *Versamenti effettuati da un singolo azionista per un futuro aumento di capitale e partecipazione alle perdite (parere pro-veritate)*, in *Riv. dir. impr.*, 2006
- ABRIANI N., *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, IV, 1, Padova, 2010
- ABRIANI N., *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, consultabile online al sito internet [www.giustiziacivile.com](http://www.giustiziacivile.com), 2014
- ABU A.A., *I «diritti di voto e di partecipazione» fra recesso e assemblee speciali*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II
- ACERBI G., *Osservazioni sulle stock options e sull'azionariato dei dipendenti*, in *Riv. soc.*, 1998, II
- ALBORCH BATALLER C., *El derecho de voto del actionista*, Madrid, 1977
- ALCALÁ DÍAZ M.A., *Cuentas anuales de las sociedades mercantiles*, in AA. VV., *Derecho de sociedades*, Barcelona, 2014
- ALONSO LEDESMA C., *Acciones rescatables*, in *Diccionario de Derecho de Sociedades*, Madrid, 2006
- ALVARO S. – CIAVARELLA A. – D'ERAMO D. – LINCiano N., *La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo*, in *Quaderno Giuridico Consob n. 5*, 2014, in *Riv. soc.*, 2014
- AMBROSINI R., *La società a responsabilità limitata. Disciplina generale*, in *Le società di capitali* a cura di G. Schiano di Pepe, Milano, 1996
- AMBROSINI R., *Sottoscrizione integrale «anticipata» dell'aumento del capitale sociale tramite conferimenti «atipici» del socio*, in *Soc.*, 2007

- ANGELICI C., *La società nulla*, Milano, 1975
- ANGELICI C., *Le disposizioni generali sulla società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, vol. 16, Torino, 1985
- ANGELICI C., *Sulla «inscindibilità» della partecipazione azionaria*, in *Riv. dir. comm.*, 1985, I
- ANGELICI C., *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I
- ANGELICI C., *Società per azioni*, in *Enc. Dir.*, XLII, Milano, 1990
- ANGELICI C., voce *Azioni di società. (dir. comm.)*, in *Enc. giur. Treccani*, vol. IV, Roma, 1991
- ANGELICI C., *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e da G. B. Portale, 2\*, Torino, 1991
- ANGELICI C., *Le azioni*, in *Il codice civile. Commentario* diretto da P. Schlesinger, Milano, 1992
- ANGELICI C., *La Riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, 2ª, Padova, 2006
- ANGELICI C., *Le basi contrattuali della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 1\*, Torino, 2004
- ANGELICI C., *Note sulla responsabilità degli amministratori di società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2007
- ANGELICI C., *Fra «mercato» e «società»: a proposito di venture capital e drag-along*, in *Studi in memoria di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011
- ANGELICI C., *La società per azioni, I, Principi e problemi*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.*, già diretto da A. Cicu, F. Messineo, L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger, Milano, 2012
- ANGELICI C., *Sull'art. 2437, primo comma, lettera g) del c.c.*, in *Riv. not.*, 2014
- ANGELILLIS A. – VITALI M.L., *sub art. 2351*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008
- ANGIELLO A., *Dei versamenti a fondo perduto, in conto capitale e in conto futuro aumento di capitale*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1984
- ANNUNZIATA F., *sub art. 2473*, in *Società a responsabilità limitata*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008
- ANNUNZIATA F., *sub art. 2473-bis*, in *Società a responsabilità limitata*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008
- ARCIDIACONO D., *I prestiti dei soci nelle società di capitali*, 2ª ed., Torino, 2012
- ASCARELLI T., *Appunti di diritto commerciale*, Catania-Roma, 1931
- ASCARELLI T., *Appunti di diritto commerciale. Società e associazioni commerciali*, 3ª ed., Roma, 1936
- ASCARELLI T., *Sul raggruppamento delle azioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1950, I
- ASCARELLI T., *Sui limiti statutari alla circolazione delle partecipazioni azionarie*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1953, I
- ASCARELLI T., *Indivisibilità delle azioni e aumento di capitale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1955, I
- ASCARELLI T., *Personalità giuridica e problemi della società*, in *Problemi giuridici*, vol. I, Milano, 1959
- ASQUINI A., *I battelli del Reno*, in *Riv. soc.*, 1959
- ASQUINI A., *Le azioni privilegiate a voto limitato*, in *Riv. soc.*, 1961

- ASSMANN H.D. – BOZENHARDT F., *Übernahmeangebote als Regelungsproblem zwischen gesellschaftsrechtlichen Normen und zivilrechtlich begründeten Verhaltensgeboten*, in *ZHR*, 1990
- ASSOCIAZIONE PREITE, *Verso il nuovo diritto societario. Contributi per un dibattito*, a cura di P. Benazzo, F. Ghezzi e S. Patriarca, Bologna, 2002
- ASSOCIAZIONE PREITE, *Il diritto delle società*, a cura di G. Olivieri, G. Presti, F. Vella, Bologna, 2004
- ASSOCIAZIONE PREITE, *Il diritto delle società*, a cura di G. Olivieri, G. Presti e F. Vella, 2<sup>a</sup> ed., Bologna, 2006
- ASSOCIAZIONE PREITE, *Il diritto delle società*, a cura di U. Morera, G. Olivieri, M. Perassi, G. Presti e F. Vella, 3<sup>a</sup> ed., Bologna, 2009
- ATLANTE N. - STELLA RICHTER JR. M., *Il recepimento in Italia della direttiva sui diritti degli azionisti e le modificazioni statutarie conseguenti*, Studio n. 62-2010/I, in CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO, *Studi e materiali*, 2010
- AA. VV., *Diritto delle società, Manuale breve*, 5<sup>a</sup> ed., Milano, 2012
- AA. VV., *Un progetto di attuazione della seconda direttiva CEE*, a cura di G.E. Colombo, M. Liguori, R. Nobili, in *Riv. soc.*, 1978
- AVAGLIANO M., *Sui versamenti in conto capitale: tra conferimenti e prestiti* (nota a App. L'Aquila, 7 marzo 1995), in *Riv. dir. comm.*, 1996, II
- AVAGLIANO M., *Detenzione della maggioranza del capitale e circolazione delle partecipazioni nella s.r.l.: dalle "classi e categorie di partecipazioni" ai "particolari obblighi"*, in *S.r.l. artigiana e autonomia statutaria*, Milano, 2007
- BAINBRIDGE S.M., *There is No Affirmative Action for Minorities, Shareholder and Otherwise in Corporate Law*, in *Yale L.J. Pocket Part*, 2008
- BALP G. – VENTORUZZO M., *Esclusione del diritto d'opzione nelle società con azioni quotate nei limiti del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di emissione*, in *Riv. soc.*, 2004
- BALP G., *Dell'applicazione dell'art. 2467 c.c. alla società per azioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II
- BARCELLONA E., *Clausole di put & call a prezzo predefinito. Fra divieto di patto leonino e principio di corrispettività*, Milano, 2004
- BARCELLONA E., *Rischio e potere nel diritto societario riformato fra golden quota di s.r.l. e strumenti finanziari di s.p.a.*, Torino, 2012
- BARCELLONA P., *Intervento statale e autonomia privata nella disciplina dei rapporti economici*, Milano, 1969
- BARENGHI A., *Determinabilità e determinazione unilaterale nel contratto*, Napoli, 2005
- BARRIÈRE F., *L'incidence du nouveau régime de la record date sur le droit de vote des actionnaires*, in *Rev. soc.*, 2015
- BARTALENA A., *Le azioni con prestazioni accessorie come categoria di azioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1998, I
- BARTALENA A., *I finanziamenti dei soci nella s.r.l.*, in *AGE*, 2003
- BARTALENA A., *sub art. 2481-bis*, in *Società di capitali. Commentario* a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, III, Napoli, 2004
- BARTALENA A., *Le prestazioni accessorie*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 1<sup>\*\*\*</sup>, Torino, 2004
- BÄR R., *Grundprobleme der Minderheitsschützen in der Aktiengesellschaft*, in *ZBJV*, 1959
- BARCHI L., *L'esclusione del socio nella società a responsabilità limitata*, in *Not.*, 2006

- BEBCHUCK L.A. – KRAAKMAN R.H. – TRIANTIS G.G., *Stock pyramids, Cross-ownership, and Dual Class Equity: the Mechanism and Agency Costs of Separating Control from Cash-flow rights*, in *Concentrated Corporate Ownership* a cura di R.K. Morck, Chicago, 2000
- BELLAVITE PELLEGRINI C. – PELLEGRINI L., *Un'analisi empirica della "Corporate Italy": soggetti giuridici, assetti proprietari e finanziari e corporate governanze 2005 – 2013*, in L'OSSERVATORIO DEL DIRITTO SOCIETARIO DELLA CAMERA DI COMMERCIO DI MILANO, *Oltre le parole i numeri: il diritto societario a dieci anni dalla riforma*, a cura di C. Rabitti Bedogni, C. Bellavite Pellegrini, L. Pellegrini, M. Carpinelli, V. Di Cataldo, S. Dompé, B. Ermolli, C. Ibba, P. Marchetti, P. Montalenti, M. Notari, R. Perrotta, G. Presti, V. Salafia, G. Sbisà, U. Tombari, Milano, 2014
- BENAZZO P., *sub art. 2463*, in *Codice commentato delle s.r.l.*, diretto da P. Benazzo e S. Patriarca, Torino, 2006
- BENAZZO P., *Società di gestione di reti per il servizio idrico integrato, conferimenti in natura e riserve «targate» (parere pro-veritate)*, in *Riv. dir. impr.*, 2008
- BENUSSI A., *Considerazioni in ordine all'estromissione forzosa del socio nelle società di capitali*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, diretto da P. Benazzo – M. Cera – S. Patriarca, Torino, 2011
- BERTI F., *I versamenti spontanei dei soci nel bilancio d'esercizio*, Milano, 2001
- BERTINI M., *Contributo alle situazioni giuridiche degli azionisti*, Milano, 1951
- BERTONE J., *sub artt. 2337-2341*, in *Costituzione - Conferimenti*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008
- BERTOLOTTO G., *Società con prestazioni accessorie*, Milano, 2008
- BIANCA C.M., *Diritto civile, 3, Il contratto*, Milano, 2000
- BIANCHI L.A. – FELLER A., *sub art. 2468*, in *Società a responsabilità limitata.*, a cura di L. A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008
- BIANCHI M. – ENRIQUES L., *Corporate Governance in Italy after the 1998 Reform: What Role for Institutional Investors?*, in *Quaderni di finanza della Consob*, n. 43, 2001
- BIONE M., *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, 2\*, Torino, 1991
- BIONE M., *Note sparse in tema di finanziamento dei soci e apporti di patrimonio*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*. Studi in onore di Giuseppe Zanarone, diretto da P. Benazzo, M. Cera, S. Patriarca, Torino, 2011
- BLANDINI A., *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2004, I
- BLANDINI A., *Società quotate e società diffuse*, in *Trattato di diritto civile del Consiglio Nazionale del Notariato*, diretto da P. Perlingieri, V, 10, Napoli, 2005
- BLANDINI A., *Categorie di quote, categorie di soci*, Milano, 2009
- BOCCA R., *sub art. 2346, 1°-5° comma*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Bologna, 2004
- BOBBIO N., *L'analogia nella logica del diritto*, Torino, 1938
- BOCHICCHIO F., *Buy back e riduzione del capitale sociale. Integrità del capitale e autonomia nella determinazione della compagine societaria*, Padova, 2000
- BOLAFFI R., *La società semplice. Contributo alla teoria delle società di persone*, Milano, 1947
- BONAVERA E., *Dichiarazione di recesso e diritto di liquidazione della quota*, in *Soc.*, 2006
- BORRÈ L., *I contributi in conto capitale: considerazioni in merito alle differenti tecniche di iscrizione in bilancio*, in *Riv. dott. comm.*, 1999



- BORTOLUZZI G., *Il riscatto azionario nelle s.p.a.*, Tesi di dottorato di ricerca in diritto commerciale interno ed internazionale, Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano, a.a. 2011/2012
- BRUNO F. – ROZZI A., *Dalla sollecitazione all'investimento all'offerta al pubblico di prodotti finanziari*, in *Giur. comm.*, 2008, I
- BUONOCORE V., *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1960
- BUONOCORE V., *Fallimento e impresa*, Napoli, 1969
- CACHÓN BLANCO J.E., *Consideraciones en torno al derecho de voto en la Sociedad Anónima*, in *AC*, 1992
- CALAMANDREI P., *Prestazioni e compensi dei promotori della società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1942, II
- CALANDRA BUONAURA V., *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2005, I
- CALANDRA BUONAURA V., *Intermediari finanziari e corporate governance*, in *Giur. comm.*, 2009, I
- CAFLISCH S., *Die Bedeutung und die Grenzen der rechtliche Selbständigkeit der abhängigen Gesellschaft im Recht der Aktiengesellschaft*, Winthertur, 1961
- CAGNASSO O., *Capo VII, Della società a responsabilità limitata, Introduzione*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Bologna, 2004
- CAGNASSO O., *sub art. 2473-bis*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Bologna, 2004
- CAGNASSO O., *sub art. 2506-bis*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario* diretto da G. Cottino e G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2004
- CAGNASSO O., *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da G. Cottino, V, Torino, 2007
- CAGNASSO O. – SARACINO C., *L'amministrazione e il controllo*, in *Le nuove società di persone*, opera diretta da G. Cottino e O. Cagnasso, Bologna, 2014
- CAIANI L., *Analogia*, in *Enc. Dir.*, II, Milano, 1958
- CALLEGARI M., *sub artt. 2437 - 2347-sexies*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Bologna, 2004
- CALVOSA L., *Sulle cc. dd. clausole di riscatto*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1991, II
- CALVOSA L., *Morte del socio, clausola di riscatto delle azioni in favore dei soci superstiti e divieto dei patti successori*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1993, II
- CALVOSA L., *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995
- CALVOSA L., *Clausola di riscatto delle azioni in favore dei soci superstiti e divieto dei patti successori*; in *Banca borsa tit. cred.*, 1996, II
- CALVOSA L., *La partecipazione eccedente e i limiti al diritto di voto*, Milano, 1999
- CALVOSA L., *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I
- CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, 5<sup>a</sup> ed., Torino, 2002
- CAMPOBASSO G.F., *Diritto Commerciale*, vol. 2, *Diritto delle società*, 6<sup>a</sup> ed., Torino, 2006
- CAMPOBASSO M., *I titoli di debito nella s.r.l. fra autonomia privata e tutela del risparmio*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, III, Torino, 2007
- CAMPOBASSO M., *Finanziamento del socio*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I,

CAMPOBASSO M., *sub art. 2467*, in *S.r.l. Commentario*, dedicato a G. B. Portale, a cura di A.A. Dolmetta e G. Presti, Milano, 2011

CAPRIGLIONE F., *Intermediari finanziari. Investitori. Mercati*, Padova, 2008

CARCANO G., *Riscatto di azioni e azioni riscattabili*, *Banca borsa tit. cred.*, 1983, II

CARESTIA A., *sub art. 2468*, in *La riforma del diritto societario*, a cura di G. Lo Cascio, vol. VIII, Milano, 2003

CARIELLO V., *Tutela delle minoranze e accordi parasociali nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 1999

CARIELLO V., *Azioni a voto potenziato, "voti plurimi senza azioni" e tutela dei soci estranei al controllo*, in *Riv. soc.*, 2015, I,

CARMIGNANI S., *sub art. 2437 – 2437-sexies*, in *La riforma delle società. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 2003

CARRARO G., *Le trasformazioni eterogenee*, Torino, 2008

CARRESI F., *Il contratto*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.*, diretto da A. Cicu e F. Messineo, Milano, 1987

CARRIÈRE P., *Le operazioni di portage azionario – tra proprietà temporanea e proprietà economica*, Milano, 2008

CASALE F., *L'esclusione del socio nella società a responsabilità limitata*, in *Giur. comm.*, 2009, I

CASELLA M., *Legittimità del voto scalare nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1973

CASELLA M., *Nullità parziale del contratto e inserzione automatica di clausole*, Milano, 1974

CASELLI G., *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. comm.*, 1980

CASTELLANO M., *Riserve e organizzazione patrimoniale nelle società per azioni*, Milano, 2000

CASTELLANO G., *sub art. 2341*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, I, Napoli, 2004

CAVANNA M., *Partecipazione e "diritti particolari" dei soci*, in *Le nuove s.r.l.*, a cura di M. Sarale, Bologna, 2008

CAVANNA M. – PETRAZZINI B., *sub art. 2341*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Bologna, 2004

CENNI D., *I «versamenti fuori capitale» dei soci e la tutela dei creditori sociali*, in *Contr. impr.*, 1995

CENTONZE M., *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario a favore della società*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, I

CERA M., *Il passaggio di riserve a capitale*, Milano, 1988

CERA M., *sub art. 2473. Le clausole statutarie che determinano il diritto di recesso del socio*, in *S.r.l. Commentario*, dedicato a G.B. Portale, a cura di A.A. Dolmetta e G. Presti, Milano, 2011

CERRAI A. – MAZZONI A., *La tutela del socio e delle minoranze*, in *Riv. soc.*, 1993

CERRATO S.A., *sub artt. 2439 – 2440*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Bologna, 2004

CERRATO S.A., *sub art. 2441*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Bologna, 2004

CERRATO S.A., *Aumenti di capitale e diritti del socio di s.r.l.*, in *Le nuove s.r.l.*, diretta da M. Sarale, Bologna, 2008

- CETRA A., *Le trasformazioni omogenee ed eterogenee*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, IV, Torino, 2008
- CHAMORRO DOMÍNGUEZ M.C., *Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada*, Madrid, 2007
- CHANDER A., *Minorities, Shareholder and Otherwise*, in *Yale Law Journal*, 2003
- CHANDER A., *Corporate Law's Distributive Design*, in *Yale L.J. Pocket Part*, 2008
- CHIAPPETTA F., *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi*, in *Riv. soc.*, 2005
- CHIOMENTI C. – GRAFFI L., *La "Special Purpose Acquisition Company"*, in *Giur. comm.*, 3, 2010
- CHIOMENTI F., *I versamenti a fondo perduto*, in *Riv. dir. comm.*, 1974, II
- CHIOMENTI F., *Ancora sugli apporti al capitale di rischio effettuati dai soci in forma diversa dal conferimento*, in *Riv. dir. comm.*, 1981, II
- CIAFFI A., *Finanziarie regionali e patto leonino*, in *Giur. comm.*, 1995, II
- CIAN M., *Titoli dematerializzati e circolazione "cartolare"*, Milano, 2001
- CIAN M., *Clausola statutaria di prelazione e conferimento di azioni in società interamente posseduta*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2004, I
- CIAN M., *Gli strumenti finanziari di s.p.a.: pluralità delle fattispecie e coordinamento delle discipline*, in *Giur. comm.*, 2005, I
- CIAN M., *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella "nuova" s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Torino, 2006
- CIAN M., *Le decisioni dei soci*, in *Trattato delle società a responsabilità limitata*, diretto da C. Ibba e C. Marasà, vol. 4, Padova, 2009
- CIAN M., *sub art. 2355-bis*, in *Commentario breve al codice civile*, 10 ed., a cura di G. Cian, Padova, 2011
- CIAN M., *sub art. 2473-bis. L'esclusione del socio*, in *S.r.l. Commentario dedicato a Giuseppe B. Portale*, a cura di A. Dolmetta e G. Presti, Milano, 2011
- CIAN M., *S.r.l., s.r.l. semplificata, s.r.l. a capitale ridotto. Una nuova geometria del sistema o un sistema disarticolato?*, in *Riv. soc.*, 2012
- CIAN M., *Le società di capitali (a.r.l.) «quasi a-capitalizzate»: spunti per una ricostruzione sistematica e della disciplina*, in *Nuove Leggi civ. comm.*, 2014, IV
- CIAN M. – SANDEI C., *La partecipazione azionaria. La fattispecie*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, XVI, t. 5, Torino, 2012
- CIAN M. – SANDEI C., *sub art. 2351*, in *Commentario del codice civile*, diretto da E. Gabrielli, *Delle società – Dell'azienda – Della concorrenza*, I, a cura di D. U. Santosuosso, Torino, 2015
- CICONTE M., *sub art. 2437-sexies*, in *Codice commentato delle s.p.a.*, a cura di G. Fauceglia e G. Schiano di Pepe, Torino, 2007
- CIOCCA N., *Il recesso del socio dalla società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I
- CIOCCA N., *sub art. 2347-sexies*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, II, Padova, 2010, 821
- COLOMBO G.E., *Riserve facoltative e riserve occulte nel bilancio delle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1960, I
- COLOMBO G.E., *Il bilancio e le operazioni sul capitale*, in *AA.VV., Aumenti e riduzioni di capitale*, a cura del Comitato Regionale Notarile Lombardo, Milano, 1984

- COLOMBO G.E., *Il bilancio d'esercizio*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 7\*, Torino, 1994
- CORSI F., *Il momento di operatività del recesso nelle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2005, I
- COSTA C., voce *Riserva nelle società*, in *Enc. dir.*, XL, Torino, Milano, 1989
- COSTA C., *Le assemblee speciali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e da G. B. Portale, 3\*\*, Torino, 1993
- COSTI R., *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1988, I
- COSTI R., *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giur. comm.*, 1990, I
- COTTINO G., voce *Società per azioni*, in *Noviss. Digesto it.*, XVII, Torino, 1970
- COTTINO G., *Diritto commerciale*, I, 2, 2ª ed., Padova, 1987
- COTTINO G., *Le società. Diritto Commerciale*, I, 2, 4ª ed., Padova, 1999
- COTTINO G., *Diritto societario*, Padova, 2006
- COTTINO G. – WEIGMANN R., *Le società di persone*, in G. COTTINO - M. SARALE - R. WEIGMANN, *Società di persone e consorzi, Trattato di diritto commerciale* a cura di G. Cottino, III, Padova, 2004,
- CUGNASCO R., *La maggiorazione del dividendo nelle società quotate*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I
- D'ALESSANDRO C., *Patti di «co-vendita» (tag along e drag along)*, in *Riv. dir. civ.*, 2010
- D'ALESSANDRO F., *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali (parere pro-veritate)*, in *Giur. comm.*, 1990, I
- D'ALESSANDRO F., *I titoli di partecipazione*, ed. provv., Milano, 1968
- D'ALESSANDRO F., *La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata. Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2003, I
- D'ALESSANDRO F., *La seconda direttiva e la parità di trattamento tra soci*, in *Riv. soc.*, 1987
- D'ANTONIO A., *La modificazione legislativa del regolamento negoziale*, Padova, 1974
- D'ATTORRE G., *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2007
- DACCÒ A., *I diritti particolari del socio nelle s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, III, Torino, 2007
- DACCÒ A., *Il diritto di recesso: limiti dell'istituto e limiti all'autonomia privata nella società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I
- DACCÒ A., *Il recesso nelle s.p.a.*, in AA. VV., *Le nuove s.p.a.*, a cura di L. Panzani e O. Cagnasso, *Dottrina, Casi, Sistemi*, II, Bologna, 2010
- DAIGRE J.-J., *Les émissions sans droit préférentiel de souscription*, in *Rev. soc.*, 2004
- DAL SOGLIO P., *sub art. 2355-bis, Il nuovo diritto delle società. Commento sistematico al D.l.gs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di A. Maffei Alberti, I, Padova, 2005
- DALBOSCO M.C., *L'arbitraggio di parte nel sistema tedesco del BGB*, in *Riv. dir. civ.*, 1987, II
- DALMARTELLO A., *Società tipiche e clausole atipiche*, in *Riv. dott. comm.*, 1960
- DE ACUTIS M., *Le azioni di risparmio*, Milano, 1981
- DE ANGELIS L., *Dichiarazione di recesso e credito per liquidazione della quota*, in *Soc.*, 2004

- DE GREGORIO A., *Società e associazioni commerciali*, in *Codice di commercio commentato*, a cura di L. Bolaffio, A. Rocco e C. Vivante, vol. IV, Torino, 1938
- DE LUCA N., *Ancora sulle clausole di accodamento e trascinarsi (tag e drag-along). Possono essere introdotte a maggioranza?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, I
- DE LUCA N., *La nuova disciplina della gestione accentrata e della legittimazione degli azionisti*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, I
- DE LUCA N., *Maggiorazione del dividendo o parità di trattamento: quale regola è più gradita ai mercati finanziari?*, presentato in occasione del convegno “Le clausole generali del Diritto Commerciale e Industriale”, Roma 11-12 febbraio 2011, e disponibile su [www.orizzontideldirittocommerciale.net](http://www.orizzontideldirittocommerciale.net)
- DE LUCA N., *Partecipazione «azionaria» e tipicità delle società di capitali*, *Riv. dir. civ.*, 2004, II
- DE LUCA N., *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e “proprietà nascosta” di azioni*, in *RDS*, 2010, I
- DE LUCA N., *Validità delle clausole di trascinarsi (“drag along”)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I
- DE LUCA N., *Premi di fedeltà ed uguaglianza tra azionisti: riflessioni sull’art. 127-quater t.u.f.*, in *RDS*, 2012, I
- DE MARCHI G. – SANTUS A. – STUCCHI L., *sub art. 2481-bis*, in *Società a responsabilità limitata.*, a cura di L. A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008
- DE MARCHI G. – SANTUS A. – STUCCHI L., *sub art. 2481-ter*, in *Società a responsabilità limitata.*, a cura di L. A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008
- DE MARTINI A., voce *Azioni di società*, in *Enc. della banca e della borsa*, vol. IV, Roma, 1968
- DE MARTINIS P., *Le azioni riscattabili*, in *NGCC*, 2006, II
- DE NOVA G., *Il diritto di recesso del socio di società per azioni come opzione di vendita*, in *Riv. dir. priv.*, 2004
- DE NOVA G., *Il tipo contrattuale*, Milano, 1974
- DE NOVA G., *Nullità relativa, nullità parziale e clausole vessatorie non specificatamente approvate per iscritto*, in *Riv. dir. civ.*, 1976, II
- DE STASIO V. – PELLIZZERI M., *sub art. 2341*, in *Codice civile commentato*, a cura di G. Alpa e V. Mariconda, Libro V, coordinato da F. Lapertosa, S. Liebman, G. Sbisà e A. Zoppini, Milano, 2005
- DE STASIO V., *sub art. 2468*, in *Codice commentato delle s.r.l.*, diretto da P. Benazzo e S. Patriarca, Torino, 2006
- DE STASIO V., *Trasferimento della partecipazione nella s.r.l. e conflitto tra acquirenti*, Milano, 2008
- DEL LINZ V., *L’introduzione della clausola di co-vendita negli statuti sociali*, in *Giur. comm.*, 2012, II
- DEL POZO L.F., *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, Madrid, 2002
- DELFINI F., *Opzioni put con prezzo determinato “a consuntivo”, arbitraggio della parte e nullità*, in *Giur. comm.*, 2012, II
- DELLI PRISCOLI L., *L’uscita volontaria del socio dalle società di capitali*, Milano, 2005
- DELVOIE J. – CLOTTENS C., *Accountability and short-termism: some notes on loyalty shares*, in *Law and Financial Markets Review*, 2015, vol. 9, 1
- DENOZZA F., *Le funzioni distributive del capitale sociale*, in *Giur. comm.*, 2006, I

- DENOZZA F., *Responsabilità dei soci e rischio di impresa nelle società personali*, Milano, 1973
- DENTAMARO A., *Il diritto al disinvestimento nelle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I
- DI BITONTO C., *Clausola statutaria di c.d. drag along: chi era costei?*, in *Soc.*, 2008
- DI BITONTO C., *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2347-sexies c.c.*, in *Soc.*, 2008
- DI CATALDO V., *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, III, Torino, 2007
- DI CATALDO V., *Società a responsabilità limitata e autonomia statutaria. Un regalo poco utilizzato, e forse poco utile*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, diretto da P. Benazzo, M. Cera, S. Patriarca, Torino, 2011
- DI CECCO G., *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, Torino, 2013
- DI CECCO G., *Il diritto di recesso del socio di società di capitali dopo la riforma*, in *Riv. dir. impr.*, 2005
- DI MAJO A., *La nullità*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da M. Bessone, XIII, *Il contratto in generale*, t. 7, a cura di A. Di Majo, G.B. Ferri e M. Franzoni, 2002, Torino
- DI MARZIO F., *La nullità del contratto*, 2ª ed., Padova, 2008
- DI NELLA L., *sub art. 2468. Natura e divisibilità delle quote di partecipazione*, in *S.r.l. Commentario*, dedicato a G. B. Portale, a cura di A.A. Dolmetta e G. Presti, Milano, 2011
- DI SABATO F., *Diritto delle società*, a cura di A. Blandini, Milano, 2011
- DI SABATO F., *Il «salvataggio» del Banco di Napoli* (nota a Trib. Napoli, 25 febbraio 1998), in *Banca borsa tit. cred.*, 1998, II
- DI SABATO F., *Informazione ai soci sulle perdite di esercizio*, in *Soc.*, 1989
- DI SABATO F., *Manuale delle società*, Torino, 1987
- DI SABATO F., *Manuale delle società*, Torino, 1995
- DIMUNDO F., *sub art. 2348*, in *La riforma del diritto societario*, a cura di G. Lo Cascio, vol. IV, Milano, 2003
- DIVIZIA P., *Clausole di tag-along e drag-along e modalità di introduzione nello statuto*, in *Not.*, 2011
- DIVIZIA P., *Clausole statutarie di covendita e trascinarsi*, in *Not.*, 2009
- DIVIZIA P., *I versamenti in conto aumento capitale. Analisi dell'istituto fra regole di bilancio e disciplina societaria*, in *Not.*, 2012
- DIVIZIA P., *Le clausole di tag e drag along. Nuove regole statutarie di società di capitali e patti parasociali*, Assago, 2013
- DOLMETTA A.A., *Sul "tipo" S.r.l.*, in *S.r.l. Commentario*, dedicato a G. B. Portale, a cura di A.A. Dolmetta e G. Presti, Milano, 2011
- DOMENICHINI G., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1993
- DUQUE DOMÍNGUEZ J.F., *Escritura, estatutos y límites a la libertad estatutaria en la fundación de sociedades anónimas*, in *Derecho de sociedades anónimas. I. La fundación*, Madrid, 1991
- DUVIA P., *La sostituzione automatica di clausole nell'art. 1419, comma 2, cod. civ.*, in *Riv. dir. priv.*, 2008
- ENGEL P.– TROUSSIÈRE P., *La prime de fidélité aux actionnaires par attribution d'une majoration de dividendes*, in *JCP E*, 1995, II

- ENRIQUES L., *Nuova disciplina delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali: fatti e prospettive alla luce dell'esperienza anglosassone*, in *Giur. comm.*, 1998, I
- ENRIQUES L., *Spunti in tema di strumenti finanziari partecipativi e ibridi e di azioni correlate e riscattabili (con un caveat sulle trasformazioni elusive da s.r.l. a s.p.a.)*, in *Nuovo diritto societario*, a cura di M. Tilla, G. Alpa e S. Patti, Milano, 2003
- ENRIQUES L. - SCIOLLA S. – VAUDANO A., *Il recesso del socio di s.r.l.: una mina vagante nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2004, I
- ESPOSITO C., *L'esclusione come strumento generale di «exit» societario*, in *Riv. not.*, 2004
- FABBRINI L., *Validità delle clausole di drag along*, *Giur. comm.*, 2009, II
- FAYOS FEBRER J.B., *Obligaciones convertibles y derecho de preferencia a la luz del la última reforma societaria y de la jurisprudencia comunitaria*, in *Rev. der. merc.*, 2009
- FALZEA A., voce *Condizione* (dir. civ.), in *Enc. giur. Treccani*, VII, Roma, 1988
- E. FAZZUTI, *sub art. 2481-bis*, in in *La riforma delle società. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 2003
- FERRAN E. – CHAN HO L., *Principles of corporate finance law*, 2<sup>a</sup> ed., Oxford, 2014
- FERRANDO MIGUEL I., *Primeras consideraciones sobre la prima de asistencia a las juntas de socios*, in AA. VV., *La Junta General de las sociedades de capital. Cuestiones actuales*, Madrid, 2010
- FERRARA JR. G. – CORSI F., *Gli imprenditori e le società*, 12<sup>a</sup> ed., Milano, 2001
- FERRARA JR. G. – CORSI F., *Gli imprenditori e le società*, 13<sup>a</sup> ed., Milano, 2006
- FERRARINI G., *One share – one vote: a European rule?*, in *Ecgi Law Working Paper n. 58/2006*, e rinvenibile online al sito internet [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- FERRI G., *Diritto all'utile e diritto al dividendo*, in *Riv. dir. comm.*, 1963
- FERRI G., *sub art. 2265*, in *Commentario del codice civile. Libro quinto. Del Lavoro*, a cura di A. Scialoja e G. Branca, continuato da F. Galgano, Bologna-Roma, 1981
- FERRI G., *Le società*, in *Tratt. di dir. civ.* fondato da F. Vassalli, Torino, 1985
- FERRI G., *Manuale di diritto commerciale*, a cura di C. Angelici e G.B. Ferri, 12<sup>a</sup> ed., Torino, 2006
- FERRI JR. G., *Autonomia statutaria e mercato a confronto*, in *Riv. dir. comm.*, 1999, I
- FERRI JR. G., *Investimento e conferimento*, Milano, 2001
- FERRI JR. G., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I
- FERRI JR. G., *Il sistema e le regole del patrimonio netto*, in *RDS*, 2010, I
- FERRI JR. G., *Prime osservazioni in tema di società a responsabilità limitata semplificata e società a responsabilità a capitale ridotto*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, II
- FERRI S., *Versamenti in conto capitale, riserve “targate” e finanziamenti dei soci*, in *RDS*, 2009, I
- FERRO-LUZZI P., *I contratti associativi*, Milano, 1976
- FERRO-LUZZI P., *I «versamenti in conto capitale»*, in *Giur. comm.*, 1981, II
- FERRO-LUZZI P., *«Conto finanziamento soci» e «fondi speciali iscritti in bilancio» ex art. 2442 c.c.*, in *Giur. comm.*, 1982, II
- FERRO-LUZZI P., *Imputazione a capitale della posta: «soci c. finanziamento infruttifero»*, in *Giur. comm.*, 1982, II
- FERRO-LUZZI P., *Riflessioni sulla riforma, I: la società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I
- FERRO-LUZZI P., *La «diversa assegnazione delle azioni» (art. 2346, comma 4°, c.c.)*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadesse e G.B. Portale, I, Torino, 2006

- FICI A., *Il contratto "incompleto"*, Torino, 2005
- FIGÀ-TALAMANCA G., *Il valore nominale delle azioni*, Milano, 2001
- FIGÀ-TALAMANCA G., *Euro e azioni*, in *Riv. soc.*, 2001, 327 e in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e da G. B. Portale, 1\*\*, Torino, 2004
- FORNARI C. – SPYRA M., *Codice delle società commerciali della Repubblica di Polonia*, Milano, 2011
- FORTUNATO S., *Capitale e bilanci nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 1991
- FOSCHINI M., *Il diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008
- FRANZONI M., *Degli effetti del contratto*, II, *Integrazione del contratto. Suoi effetti reali e obbligatori*, In *Il codice civile. Commentario* fondato e diretto da P. Schlesinger e continuato da F. D. Busnelli, Milano, 2013
- FRÈ G., *sub art. 2441*, in G. FRÈ – G. SBISÀ, *Società per azioni*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja Branca*, diretto da F. Galgano, t. I, Bologna – Roma, 1982
- FRÈ G., *sub art. 2345*, in G. FRÈ – G. SBISÀ, *Società per azioni*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja Branca*, diretto da F. Galgano, t. I, Bologna – Roma, 1997
- FRÈ G., *sub art. 2348*, in G. FRÈ – G. SBISÀ, *Società per azioni*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja Branca*, diretto da F. Galgano, t. I, Bologna – Roma, 1997
- FRÈ G., *sub art. 2349*, in G. FRÈ – G. SBISÀ, *Società per azioni*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja Branca*, diretto da F. Galgano, t. I, Bologna – Roma, 1997
- FRIGENI C., *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, 2<sup>a</sup> ed., Milano, 2009
- FURGIELE L., *Record date ed esercizio dei poteri di impugnazione e recesso*, *Riv. dir. comm.*, 2011, I
- GABRIELLI G., *La disciplina del recesso nel nuovo diritto societario*, in *Studium juris*, 2004
- GALÁN LÓPEZ C., *Sociedades de capital (III): acciones y participaciones*, in AA. VV., *Derecho de sociedades*, Barcelona, 2014
- GALGANO F., *Degli amministratori di società personali*, Padova, 1963
- GALGANO F., *Le società per azioni. Principi generali*, in *Il codice civile. Commentario* diretto da P. Schlesinger, 1996
- GALGANO F., *Della società per Azioni*, *Commentario del Codice Civile Scialoja – Branca*, diretto da F. Galgano, t. I, Bologna – Roma, 2005
- GALGANO F., *Le società in genere. Le società di persone*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.*, già diretto da A. Cicu, F. Messineo, L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger, 3<sup>a</sup> ed., Milano, 2007
- GALGANO F., *Trattato di diritto civile*, v. IV, 2<sup>a</sup> ed., Padova, 2011
- GALGANO F. – GENGHINI R., *Il nuovo diritto societario. Le nuove società di capitali e cooperative*, I, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, Padova, 2007
- GALLETTI D., *Una proposta di riforma del diritto di recesso*, in *Giur. comm.*, 1999, I
- GALLETTI D., *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000
- GALLETTI D., *sub art. 2437 – 2437-sexies*, in *Il nuovo diritto delle società. Commento sistematico al D.l.gs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di A. Maffei Alberti, II, Padova, 2005
- GALLETTI D., *sub art. 2481-bis*, in *Codice commentato delle s.r.l.*, diretto da P. Benazzo e S. Patriarca, Torino, 2006
- GALLETTI D., *sub art. 2437-sexies*, in *Codice commentato delle società*, a cura di N. Abriani – M. Stella Richter, Torino, 2010



- GALLO F., *La dottrina di Proculo e quella di Paolo in tema di arbitraggio*, in *Studi in onore di Grosso*, III, Torino, 1970
- GAMBINO A., *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni*, Milano, 1987
- GAMBINO A., *Tutela delle minoranze*, in *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998
- GAMBINO A., *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia statutaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in *Giur. comm.*, 2002, I
- GARGANTINI M., *Identificazione dell'azionista e legittimazione all'esercizio del voto nelle s.p.a. quotate*, Torino, 2012
- GASPERONI N., *Convenzione di esonero dalle perdite e titoli azionari*, in *Dir. e prat. comm.*, 1940, II
- GARRIGUES J. – URÍA R., *Comentario a la ley de sociedades anonimas*, 3ª ed., a cura di A. Menendez e M. Olivencia, I, Madrid, 1976
- GERARDO DIANA A., *La nullità parziale del contratto*, Milano, 2004
- GHIONNI CRIVELLI VISCONTI P., *Patti parasociali, sindacati di voto a maggioranza per teste e forme di tutela*, in *Giur. comm.*, 2007, II
- GIAMPAOLINO C.F., *Le azioni speciali*, Milano, 2004
- GIAMPAOLINO C.F., *Stabilizzazione della compagine e clausole di lock-up sociali e parasociali*, in *Riv. soc.*, 2008, I
- GIAMPAOLINO C.F., «Nuove» funzioni e questioni delle azioni di categoria, in *Studi per Franco di Sabato*, vol. III, t. 1, Napoli, 2009
- GIAMPAOLINO C.F., *Clausole di covendita (drag-along) e "equa valorizzazione" dell'azione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II
- GIAMPIERI A., *Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni*, in *Giur. comm.*, 2011, I
- GIANNELLI A., *sub art. 2354*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008
- GIANNELLI A., *sub art. 2483 c.c.*, in *Società a responsabilità limitata*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008
- GIANNELLI G., *L'aumento di capitale a pagamento*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, III, Torino, 2007
- GINEVRA E., *Sulla qualificazione dei «finanziamenti» dei soci alla società partecipata*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2002, II
- GINEVRA E., *La determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, *Riv. soc.*, 2008
- GINEVRA E., *La formazione del capitale sociale nella costituzione e nell'aumento di capitale delle s.p.a.*, II, Bergamo, 2011
- GODON L., *Les obligations des associés*, Paris, 1999
- GORLA G., *La compravendita*, in *Tratt. di dir. civ.*, a cura di F. Vassalli, Torino, 1937
- GRAZIANI A., *Patto leonino e contratto di garanzia*, in *Giur. comp. dir. comm.*, VI, 1941 e poi in *Studi di diritto civile e commerciale*, Napoli, 1952
- GRAZIANI A., *Variazioni sul tema delle società di capitali*, in *Riv. tri. dir. proc. civ.*, 1953
- GRAZIANI A., *Diritto delle società*, Napoli, 1962
- GRECO G.L., *sub art. 2441*, in *La riforma delle società. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 2003

- GRECO P., *Garanzie di utili e retribuzione di apporti nel contratto di società*, in *Riv. dir. comm.*, 1932, II
- GRECO P., *Le società nel sistema legislativo italiano*, Torino, 1959
- GROSSO P., *Categorie di azioni e assemblee speciali*, Milano, 1999
- GUATRI L. – BINI M., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, 2005
- GUERRERA F., *I warrants azionari nelle operazioni di aumento del capitale*, Torino, 1995
- GUERRERA F., *Le modificazioni dell'atto costitutivo. Profili generali*, in *Trattato delle società a responsabilità limitata*, diretto da C. Ibba e G. Marasà, vol. IV, Padova, 2009
- GUIDOTTI R. – PEDERZINI E., *La società a responsabilità limitata a capitale ridotto*, in *La nuova società a responsabilità limitata*, a cura di M. Bione, R. Guidotti e E. Pederzini, Padova, 2012
- GUGLIELMINUCCI L., *Le azioni postergate nelle perdite*, in *Giur. comm.*, 1982, II
- GUGLIELMO R., *L'allocazione in bilancio dei "finanziamenti" e dei "versamenti": una questione in via di risoluzione?*, in AA.VV., *Il bilancio spiegato ai giuristi*, Assago, 2009
- GUGLIELMO R., *Diritti particolari dei soci nelle s.r.l. e voto non proporzionale*, in *Riv. not.*, 2010, I
- GUYON Y., *Droit des affaires, I, Droit commercial général ed sociétés*, Paris, 1992
- GUYON Y., *La loi du 12 juillet 1994 sur le dividende majoré*, in *Rev. soc.*, 1995, II- III
- GUYON Y., *Les sociétés. Aménagements statutaires et conventions entree associés*, Paris, 1999
- HANNIGAN B., *Company Law*, Oxford, 2015
- HÖLTERS W., *Stimmrechtsbeschränkungen als Schutz vor Überfremdung*, in *DB*, 1975
- HOLZBORN T., § 134, rn. 7, in *Heidelberger Kommentar zum Aktiengesetz*, a cura di Bürgers e Körber, Heidelberg, 2008
- HÜFFER U., § 134, rn. 8, in *Aktiengesetz*, 8 ed., München, 2008
- ILLESCAS ORTIZ R., *Distribucion de dividendos*, in *Comentario al regim legal de las sociedades mercantiles*, diretto da R. Uria, A. Menendez e M. Olivencia, Madrid, 1993
- IOVENITI P.M., *Il nuovo diritto di recesso: aspetti valutativi*, in *Riv. soc.*, 2005
- IRACE A., *Il ruolo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate*, Milano, 2001
- IRACE A., *sub art. 2497*, in *La riforma delle società. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 2003
- IRRERA M., *I «prestiti» dei soci alla società*, Padova, 1992
- IRRERA M., *Ancora in tema di versamenti in conto capitale*, in *Giur. it.*, 1992, I
- IRRERA M., *Versamenti in conto capitale e a fondo perduto*, in *Dig. it. disc. priv., sez. comm.*, XVI, Torino, 1999
- IRRERA M., *sub art. 2467*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Bologna, 2004
- IUDICA G., *Il prezzo nella vendita delle partecipazioni sociali*, in *Riv. soc.*, 1991
- JAEGER P.G., *Il voto «divergente» nelle società per azioni*, Milano, 1976
- JAEGER P.G., *Il voto divergente*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e da G. B. Portale, 3\*\*, Torino, 1994
- JÄGGI P., *Ungelöste Fragen des Aktienrecht*, in *SAG*, 1958, 57

- KLÜHS H., *Präsenzboni für die Teilnahme an der Hauptversammlung – Ein Vorschlag zur Steigerung der Hauptversammlungspräsenz bei Aktiengesellschaften*, Arbeitspapier Nr. 124 (12/2005), Institut für Bankrecht, Universität Frankfurt, 1 ss.; in *ZIP*, 2006
- KOLLER A., *Grundfragen einer Typuslehre in Gesellschaftrecht*, Freiburg in der Schweiz, 1967
- KOLLER T. – GOEDHART M. – WESSELS D., *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, New York, 2010
- LAMANDINI M., *Il “controllo”. Nozioni e tipo nella legislazione economica*, Milano, 1994
- LA PORTA U., *Patti parasociali e patto leonino*, in *Not.* 1995
- LA PORTA U., *Dal «tipo contrattuale» al «modello di società»: autonomia contrattuale e norme inderogabili nel nuovo diritto societario*, in *Soc.*, 2002
- LA SALA G.P., *Principio capitalistico e voto non proporzionale nelle società per azioni*, Torino, 2011
- LA SALA G.P., *sub art. 2479. I principi comuni all'assemblea e agli altri metodi decisionali. Le materie riservate.*, in *S.r.l. Commentario* dedicato a Giuseppe B. Portale, a cura di A. Dolmetta e G. Presti, Milano, 2011
- LE NABASQUE H. – BARBIER M., *Les clauses léonines*, in *Actes pratiques. Droit des Sociétés*, 1996
- LENER R., *I gestori di patrimoni come centro di aggregazione di piccoli azionisti*, in AA. VV., *Assemblea degli azionisti e nuove regole del governo societario*, Padova, 1999
- LENNARTS L. – KOPPERT-VAN BEEK M., *Loyalty Dividend and the EC Principles of Equal Treatment of Shareholders*, in *European Company Law*, 2008, 5
- LEOZAPPA A.M., *Diritti di categoria e assemblee speciali*, Milano, 2008
- LIBERTINI M., in P. ABBADESSA e M. LIBERTINI, *Rassegna di dottrina italiana e straniera* (1968), in *Riv. soc.*, 1971
- LIBERTINI M., *I patti parasociali nelle società non quotate. Un commento agli articoli 2341 bis e 2341 ter del codice civile*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadesse e G.B. Portale, 4, Torino, 2007
- LIBERTINI M., *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003. Appunti per un corso di diritto commerciale*, in *RDS*, 2008
- LIBERTINI M., MIRONE A. e SANFILIPPO P., *sub art. 2346*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, II, Padova, 2010
- LIBERTINI M., MIRONE A. e SANFILIPPO P., *sub art. 2348*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, II, Padova, 2010
- LIBONATI B., *L'amministratore non socio di società in nome collettivo*, in *Riv. dir. comm.*, 1965, I
- LIBONATI B., *Clausola di gradimento e appello al risparmio diffuso*, in *Riv. dir. comm.*, 1983, I
- LIBONATI B., *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999
- LIBONATI B. – FERRO-LUZZI P., *Categorie di azioni, aumento del capitali con emissione di sole azioni ordinarie (parere pro-veritate)*, in *Riv. dir. comm.*, 1990, I
- LO IACONO G. – MARCOZ G., *Assegnazione non proporzionale e sottoscrizioni di azioni di s.p.a.*, in *Riv. not.*, 2008
- LORDI L., *Patto leonino: garanzia di soci che esonerano un altro socio dalle perdite*, in *Riv. dir. comm.*, 1942

- LUONI S., *Introduzione a maggioranza delle clausole di covendita: osservazioni sul tema*, in *Giur. It.*, 2011
- LUTTER M., § 237, in *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, Köln – Berlin – Bonn – München, 1970
- LUTTER M. – SCHNEIDER U.H., *Die Beteiligung von Ausländern an inländischen Aktiengesellschaften – Möglichkeiten der Beschränkung nach geltendem Recht und Vorschläge de lege ferenda* –, in *ZGR*, 1975
- LUTTER M., § 1, in *Aktiengesetz. Kommentar*, a cura di Schmidt e Lutter, Band 1, 2<sup>a</sup> ed, Köln, 2010
- MACEY J., *Institutional Investors and Corporate Monitoring: A Demand-Side Perspective*, in *Manage. Decis. Ecom.*, 1998
- MACEY J., *Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken*, Princeton-Oxford, 2008
- MACRÌ E., *L'efficacia dei patti parasociali*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2006, II
- MAGLIULO F., *Il recesso e l'esclusione*, in AA.VV., *La riforma delle s.r.l.*, Milano, 2007
- MALIMPENSA E., *L'obbligo di co-vendita statutario (drag-along): il socio obbligato ha davvero bisogno di tutela?*, in *RDS*, 2010, II
- MALIMPENSA E., *I nuovi tipi di circolazione forzata delle partecipazioni sociali: spunti di riflessione*, in *La struttura finanziaria e I bilanci delle società di capitali*. Studi in onore di Giovanni E. Colombo, Torino, 2011
- MALIMPENSA E., *Introduzione durante societate di riscatto e drag-along e principio maggioritario*, in *RDS*, 2011, I
- MALTONI M., *Il recesso e l'esclusione nella nuova società a responsabilità limitata*, in *Not.*, 2003
- MALTONI M., *sub art. 2341*, in *Il nuovo diritto delle società. Commento sistematico al D.l.gs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2005
- MALTONI M., *sub art. 2468*, in *Il nuovo diritto delle società. Commento sistematico al D.l.gs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2005
- MALTONI M., *La partecipazione sociale*, in *La riforma delle società a responsabilità limitata*, a cura di C. Caccavale – F. Magiulo – M. Maltoni – F. Tassinari, Torino, 2 ed., 2007
- MALTONI M., *Quali benefici possono riservarsi i soci fondatori?*, in *RDS*, 2010, II
- MALTONI M. – SPADA P., *L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *Riv. not.*, 2013
- MANTOVANI M., *La nullità e il contratto nullo*, in VINCENZO ROPPO, *Trattato del contratto*, vol. IV, t. 1, *Rimedi*, a cura di A. Gentili, Milano, 2006
- MARASÀ G., *La seconda direttiva CEE in materia di società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1978, II
- MARASÀ G., *Le «società» senza scopo di lucro*, Milano, 1984
- MARASÀ G., *Modifiche del contratto sociale e modifiche dell'atto costitutivo*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 6, t. I, Torino, 1993
- MARASÀ G., *Le società. Società in generale*, in *Tratt. dir. priv.*, a cura di G. Iudica e P. Zatti, Milano, 2000
- MARASÀ G., *Prime note sulle modifiche dell'atto costitutivo delle s.p.a. nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2003, I
- MARASÀ G., *La s.r.l. come società di capitali e i suoi tratti distintivi dalla s.p.a.*, in G. MARASÀ, *La riforma delle società, cooperative, associazioni, fondazioni. Scritti*, Padova, 2005

- MARASÀ G., *Maggioranza e unanimità nelle modificazioni dell'atto costitutivo di s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadesse e G.B. Portale, III, Torino, 2007
- MARASÀ G., *sub artt. 2437 – 2437-quinques*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, II, Padova, 2010
- MARCHISIO E., *La maggiorazione del dividendo. Art. 127-quarter TUF*, in *Riv. dir. impr.*, 2013
- MARCHETTI D., *Diritto di opzione e sopraprezzo delle azioni nel progetto di riforma della disciplina delle società commerciali*, in *Studi in memoria di A. Torrente*, II, Milano, 1968
- MARCHETTI P., *Problemi in tema di aumento di capitale*, in AA.VV., *Aumenti e riduzioni di capitale*, a cura del Comitato Regionale Notarile Lombardo, Milano, 1984
- MARCHETTI P., *Aumento di capitale ed emissione di obbligazioni*, in *Problemi relativi all'attuazione della Seconda Direttiva CEE*, Milano, 1988
- MARCHETTI P., *sub art. 22*, in *D.P.R. 10 febbraio 1986 n. 30. Modificazioni alla disciplina delle società per azioni, in accomandita per azioni, a responsabilità limitata e cooperative, in attuazione della direttiva del Consiglio delle Comunità Europee n. 77/91 del 13 dicembre 1976, ai sensi della legge 8 agosto 1985, n. 142. Commentario* a cura di P. Marchetti, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1988, I
- MARCHETTI P., *sub art. 134*, in *La disciplina delle società quotate. Commentario* a cura di P. Marchetti – L.A. Bianchi, t. II, Milano, 1999
- MARCHETTI P., *L'autonomia statutaria nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2000
- MARCHETTI P., *La costituzione, i conferimenti e le modifiche all'atto costitutivo*, in *La riforma del diritto societario. Il parere dei tecnici*, a cura di A. Danovi, Milano, 2003
- MARCHETTI P., *Gli aumenti di capitale*, in *Il nuovo ordinamento delle società*, Milano, 2003
- MARCHETTI P., *Commento all'articolo 20 del D.L. Competitività (azioni a voto maggiorato, a voto plurimo ed altro)*, Relazione al Convegno del Consiglio Notarile di Milano, tenutosi il 22 settembre 2014
- MARCHETTI P., *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, in *Riv. soc.*, 2015, II - III
- MARTORANO F., *sub art. 2348*, in *La riforma delle società. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 2003
- MASI P., *sub art. 2464*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, III, Napoli, 2004
- MASTURZI S., *Riflessi finanziari e patrimoniali del recesso del socio*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di C. Montagnani, Milano, 2004
- MAUGERI M., *Finanziamenti "anomali" dei soci e tutela del patrimonio nelle società di capitali*, Milano, 2005
- MAUGERI M., *Partecipazione sociale e attività d'impresa*, Milano, 2008
- MELI V., *sub art. 2355-bis*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, I, Napoli, 2004
- MENZIONI L., *La divisione del pacchetto azionario di maggioranza fra gli eredi dell'azionista*, in *Riv. soc.*, 1959
- MESSINEO F., *Natura giuridica e carattere del diritto di opzione*, in *Studi in onore di De Gregorio*, Roma, 1955
- MICELI G.M. – TRIMARCHI G.A.M., *I limiti all'autonomia statutaria nella s.r.l. in tema di esclusione per giusta causa e di obblighi dei soci tra silenzio e ermetismo legislativo*, in *Riv. not.*, 2007
- MIGNOLI A., *La nozione di categoria e le categorie di azioni ai sensi degli artt. 2348 e 2376 c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 1953, I

- MIGNOLI A., *L'interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 1958
- MIGNOLI A., *Le assemblee speciali*, Milano, 1960
- MIGNOLI A., *La determinazione dell'entità del sovrapprezzo*, in *Riv. soc.*, 1982
- MINERVINI G., *Partecipazioni a scopo di finanziamento e patto leonino*, in *Contr. e impr.*, 1988
- MIOLA M., *I conferimenti in natura*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 3\*\*\*, Torino, 2004
- MIOLA M., *Riduzione e perdita del capitale di società in crisi: l'art. 182 sexies l. fall. Parte prima. La sospensione delle regole sulla riduzione del capitale sociale*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, I
- MIOLA M., *Riduzione e perdita del capitale sociale di società in crisi: l'art. 182 sexies l. fall. Parte seconda. Profili applicativi e sistematici*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, II
- MONDINI P.F., *Le azioni correlate*, 2 ed., Milano, 2009
- MONTAGNANI C., *Responsabilità limitata e assunzione di responsabilità personale nel diritto delle società*, Padova, 1988
- MONTAGNANI C., *La fattispecie costitutiva*, in *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, a cura di V. Santoro, Milano, 2003
- MONTAGNANI C., *sub art. 2341*, in *La riforma delle società. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 2003
- MONTALENTI P., *Amministrazione, controllo, minoranze nella legge sul risparmio*, in *Riv. soc.*, 2006
- MONTALENTI P. – BALZOLA S., *La società per azioni quotata*, estratto da *Le nuove s.p.a.* diretto da O. Cagnasso e L. Panzani, Bologna, 2010
- MONTANARI M., *Il principio di parità di trattamento fra disciplina del mercato mobiliare e diritto delle società*, in *Giur. comm.*, 1996
- MORTIER R., *Rachat d'actions et actions rachatables*, in *Rev. Soc.*, 2004
- MORTIER R., *Dispositions relatives au rachat des actions de préférence*, in *Rev. soc.*, 2014
- MUCCIARELLI F.M., *Sulla parità di trattamento nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2004
- MUCCIARELLI G., *L'aumento gratuito del capitale sociale. Estratto anticipato dal Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Milano, 1996
- MUCCIARELLI G., *Il sovrapprezzo delle azioni*, Milano, 1997
- NIEDDU ARRICA F., *L'esclusione*, in *La nuova s.r.l. Prime letture e proposte interpretative*, a cura di F. Farina, C. Ibba, G. Racugno, A. Serra, Milano, 2004
- NIGRO A., *La società a responsabilità limitata nel nuovo diritto societario*, in *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, a cura di V. Santoro, Torino, 2003
- NIGRO G.L., *sub art. 2341*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, II, Padova, 2010
- NOACK U., *Handgeld für die Teilnahme an der Hauptversammlung*, in *BB 42/2005*
- NOBILI R., *Contributo allo studio del diritto di opzione nelle s.p.a.*, Milano, 1958
- NOBILI R., *sub art. 13*, in *La riforma delle società per azioni* a cura di R. Nobili e M. Vitale, Milano, 1975
- NOBILI R., *La disciplina delle azioni di risparmio*, in *Riv. soc.*, 1984
- NOBILI R. – SPOLIDORO M.S., *La riduzione di capitale*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G. Portale, Torino, 1993
- NOCELLA S., *sub art. 127-quarter. Maggiorazione del dividendo*, in *Commentario al d.lg. 27 gennaio 2010, n. 27*, a cura di G. Guerrieri, in *Nuove Leggi civ. comm.*, 2011

- NOTARI M., *La nozione di “controllo” nella disciplina antitrust*, Milano, 1995
- NOTARI M., *sub art. 145*, in *La disciplina delle società quotate. Commentario* a cura di P. Marchetti – L. A. Bianchi, t. II, Milano, 1999
- NOTARI M., *Appunti sul diritto di opzione nella riforma delle società*, in *Riv. not.*, 2002
- NOTARI M., *Diritti “particolari” dei soci dei soci e categorie “speciali” di partecipazioni*, in *AGE*, 2003
- NOTARI M., *Le società azionarie. Disposizioni generali. Conferimenti. Azioni*, in AA. VV., *Diritto delle società, Manuale breve*, 5<sup>a</sup> ed., Milano, 2012
- NOTARI M., *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Torino, 2007
- NOTARI M., *sub art. 2346*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008
- M. NOTARI – A. GIANNELLI, *sub art. 2346, comma sesto*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008
- NOTARI M., *sub art. 2348*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008
- NOTARI M., *Il regime alternative delle valutazioni dei conferimenti in natura in società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2009
- NOTARI M., *Partecipazione al rischio d'impresa, strumenti finanziari e categorie giuridiche*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti. Liber Disciplinorum*, Milano, 2011
- NOTARI M., *sub art. 2481-bis. Il diritto di opzione e la sua esclusione*, in *S.r.l. Commentario* dedicato a Giuseppe B. Portale, a cura di A. Dolmetta e G. Presti, Milano, 2011
- 
- OLIVIERI G., *I versamenti «in conto futuro aumento di capitale» in favore degli Istituti di credito di diritto pubblico tra legge speciale e diritto comune societario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, II
- ONZA M., *L'apporto d'opera e servizi nelle società di capitali. Strutture e funzioni*, Milano, 2008
- OPPO G., *Contratti parasociali*, Milano, 1942
- OPPO G., *Uguaglianza e contratto nelle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1974, I
- OPPO G., *Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Riv. dir. civ.*, 1987
- OPPO G., *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II
- OPPO G., *Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. Cian, Padova, 2004
- OTT W., *Die Problematik einer Typologies in Gesellschaftrecht*, Bern, 1972
- 
- PACIELLO A., *sub art. 2437 – 2437-sexies*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno D'Alcontres, II, Napoli
- PACIELLO A., *Recesso da s.p.a., premio di maggioranza e sconto di minoranza*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, II
- PALMIERI G., *La nullità della società per azioni* in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e da G. B. Portale, 1\*, Torino, 2004
- PALMIERI G., *Gli adeguamenti statutari delle s.r.l. nella disciplina ordinaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I

- PAOLUCCI L.F., *Le società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto privato* diretto da P. Rescigno, 17, Torino, 1985
- PARRELLA L., *Versamenti in denaro dei soci e conferimenti nelle società di capitali*, Milano, 2000
- PARTESOTTI G., *Le operazioni sulle azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, II, Torino, 1990
- PASETTI G., *Parità di trattamento e autonomia privata*, Padova, 1970
- PATRIARCA S., *Le azioni di godimento*, Padova, 1992
- PATRIARCA S., *I titoli di debito della s.r.l. tra opportunità e problemi interpretativi*, Milano, 2005
- PAVONE LA ROSA A., *Titoli «atipici» e libertà di emissione nell'ambito delle strutture organizzative della grande impresa*, in *Riv. soc.*, 1982
- PELLIZZI G.L., *Il nuovo concettualismo (replica ad una critica in tema di fattispecie del titolo di credito)*, in *Giur. comm.*, 1978, I
- PELTIER F., *L'attribution d'un dividende majoré à l'actionnaire stable*, in *Bull. Joly Sociétés*, 1993
- PERRINO A.M., *Patti parasociali di finanziamento partecipativo e divieto di patto leonino*, *Soc.*, 2012
- PERRINO M., *Le tecniche di esclusione del socio dalla società*, Milano, 1997
- PERRINO M., *La «rilevanza del socio» nella s.r.l.: recesso, diritti particolari, esclusione*, in *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, a cura di V. Santoro, Milano, 2003
- PETRAZZINI B., *L'esclusione del socio nella s.r.l.*, in *Le nuove s.r.l.*, diretta da M. Sarale, Bologna, 2008
- PETRAZZINI B. – CERRATO S.A., *L'aumento del capitale*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, vol. 16, t. 4, 2011
- PETRELLI G., *Ancora su atto costitutivo e statuto: il contenuto dell'atto pubblico e l'essenza della funzione notarile*, in *Riv. dir. priv.*, 2006
- PETTITI D., *Contributo allo studio del diritto dell'azionista al dividendo*, Milano, 1957
- PIANTELLI A., *La distinzione dei patti parasociali dai patti sociali nella società di capitali riformata*, in *Contr. e impr.*, 2013
- PIAZZA N., voce «*Patto leonino*», in *Enc. del dir.*, vol. XXXII, Milano, 1982
- PICONE F., *Diritti diversi e categorie di azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I
- PICONE L.G., *sub art. 2506-bis*, in *Trasformazione – Fusione – Scissione* a cura di L.A. Bianchi. *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2006
- PINNARÒ M., *sub art. 2468*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, III, Napoli, 2004
- PISANI MASSAMORMILE A., *I conferimenti nelle società per azioni. Acquisti pericolosi. Prestazioni accessorie*, in *Codice Civile. Commentario*, diretto da P. Schlesinger, Milano, 1994
- PISANI MASSAMORMILE A., *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003
- PISCITELLO P., *Società di persone a struttura aperta e circolazione delle quote. Modelli legali e autonomia statutaria*, Torino, 1995
- PISCITELLO P., *Recesso e esclusione nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto societario. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, III, Torino, 2007



- PISCITELLO P., “Valore di disinvestimento” e tutela del recedente nelle società per azioni, in *Riv. soc.*, 2015, V
- POCAR F., *Il nuovo diritto internazionale privato*, Milano, 2002
- POMELLI A., *Rischio d'impresa e potere di voto nella società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie*, in *Giur. comm.*, 2008, I
- PORTALE G.B., *Opzione e sovrapprezzo nella novella azionaria*, in *Giur. comm.*, 1975, I
- PORTALE G.B., *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, in *Riv. soc.*, 1982
- PORTALE G.B., “Uguaglianza e contratto”: il caso dell'aumento del capitale sociale in presenza di più categorie di azioni (parere pro-veritate), in *Riv. dir. comm.*, 1990, I
- PORTALE G.B., *Appunti in tema di «versamenti in conto futuri aumenti di capitale» eseguiti da un solo socio*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1995, I
- PORTALE G.B., «Prestiti subordinati» e «prestiti irredimibili» (appunti), in *Banca borsa tit. cred.*, 1996, I
- PORTALE G.B., *Versamenti transnazionali «in conto futuri aumenti di capitale» (Un caso bancario «italo-tedesco»)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, I
- PORTALE G.B., *Dal capitale «assicurato» alle tracking stocks*, in *Riv. soc.*, 2002
- PORTALE G.B., *I «finanziamenti» dei soci nelle società di capitali*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2003, I
- PORTALE G.B., *I «finanziamenti» dei soci nelle società di capitali*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2003, I
- PORTALE G.B., *Tra diritto dell'impresa e metamorfosi della s.p.a.*, in *Organizzazione, finanziamento e crisi dell'impresa*. Studi dedicati a Pietro Abbadessa, diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarrone Alibrandi, I, Assago, 2014
- PORTALE G.B., *La società per azioni. Principi e problemi (scintillae iuris)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, I
- PORTALE G.B., *Patti parasociali con «efficacia corporativa» nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2015, I
- PORTALE G.B., *La parabola del capitale sociale nella s.r.l. (dall'«importanza quasi-sacramentale» al ruolo di «ferro vecchio»?)*, in *Riv. soc.*, 2015, V
- PORTALE G.B. – DACCÒ A., *Criteri e modalità «penalizzanti» per il recesso del socio di minoranza nella società a responsabilità limitata*, in *RDS*, 2009, I
- PORTALE M.B., *I diritti «particolari» del socio di s.p.a. (prime riflessioni sulla personalizzazione della società per azioni chiusa)*. Tesi di dottorato in diritto commerciale, Università degli studi di Brescia, a.a. 2009/2010
- PORZIO M., *Le società a responsabilità limitata e il mercato finanziario*, in *Riv. soc.*, 2004
- POLLAUD-DULIAN F., *La querelle du dividende majoré, un aspect du principe d'égalité dans le droit des sociétés cotées en bourse*, in *JCP G*, 1993, II
- PREITE D., *Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1993
- PREITE D., *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi tra soci*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo-G.B. Portale, Torino, 3\*\*, Torino, 1993
- PREITE D., *La destinazione dei risultati nei contratti associativi*, Milano, 1998
- PRESTI G., *Le clausole di «riscatto» nelle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1983, II
- PRESTI G., *sub art. 2462*, in *Codice Commentato delle s.r.l.*, diretto da P. Benazzo e S. Patriarca, Torino, 2006
- PRESTI G., *sub art. 2467*, in *Codice commentato delle s.r.l.*, diretto da P. Benazzo e S. Patriarca, Torino, 2006
- PRESTI G. – RESCIGNO M., *Corso di diritto commerciale. Società*, vol. II, Bologna, 2013

- PRIESTER H., § 55, in *Scholz Kommentar zum GmbH-Gesetz*, Köln, 2009
- PROVERBIO D., *I patti parasociali*, Milano, 2004
- RACUGNO G., *Le modificazioni del capitale sociale nella nuova s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2003
- RACUGNO G., *La struttura personalistica della s.r.l.*, in *Riv. dir. impr.*, 2004
- RAGNO M., *Versamenti in conto capitale, versamenti in conto futuro aumento di capitale e prestiti subordinati effettuati dai soci di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2000, I
- RESCIGNO M., *La società a responsabilità limitata a capitale ridotto e semplificata*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2013
- RESCIGNO P., *Il principio di uguaglianza nel diritto privato*, in *Riv. tri. dir. proc. civ.*, 1959
- RESCIO G.A., *La distinzione del sociale dal parasociale (sulle c.d. clausole statutarie parasociali)*, in *Riv. soc.*, 1991
- RESCIO G.A., *Distribuzione di azioni non proporzionale ai conferimenti effettuati dai soci di s.p.a.*, in *Il nuovo diritto societario*, a cura di P. Benazzo - S. Patriarca - G. Presti, Bologna, 2003
- RESCIO G.A., *Sulla natura e sulla forma degli statuti societari*, in *Riv. soc.*, 2005
- RESCIO G.A., *I patti parasociali nel quadro dei rapporti contrattuali tra i soci*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, III, Torino, 2006
- RESCIO G.A., *Clausole di maggioranza del dividendo nell'evoluzione del sistema delle società azionarie*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011
- RESCIO G.A., *sub art. 127-quater*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, II, Torino, 2012
- RESCIO G.A., *Le s.r.l. con capitale ridotto (semplificate e non semplificate)*, in *RDS*, 2013, I
- RESCIO G.A., *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario: unanimità o maggioranza nell'introduzione della clausola di drag-along?*, in *Giur. comm.*, 2012, II
- REVIGLIONE P., *Limiti convenzionali alla circolazione delle azioni e trasferimenti mortis causa*, in *Giur. it.*, 1993, I
- REVIGLIONE P., *Le clausole di riscatto delle azioni non contrastano con il divieto dei patti successori*, in *Giur. it.*, 1995, I
- REVIGLIONE P., *sub art. 2468*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Bologna, 2004,
- REVIGLIONE P., *Il recesso nella società a responsabilità limitata*, Milano, 2008
- REVIGLIONE P., *La società a responsabilità limitata semplificata*, in *La nuova società a responsabilità limitata*, a cura di M. Bione, R. Guidotti e E. Pederzini, Padova, 2012
- RIVOLTA G.C.M., *La partecipazione sociale*, Milano, 1965
- RIVOLTA G.C.M., *Profili della nuova disciplina del diritto di opzione nelle società per azioni (l. 7 giugno 1974, n. 216)*, in *Riv. dir. civ.*, 1975, I
- RIVOLTA G.C.M., *La società a responsabilità limitata*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.*, già diretto da A. Cicu e F. Messineo e continuato da L. Mengoni, XXX, I, Milano, 1982
- RIVOLTA G.C.M., voce *Società a responsabilità limitata*, in *Enc. giur. Treccani*, 1993
- RIVOLTA G.C.M., *Profilo della nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, in *La «nuova» società a responsabilità limitata*, a cura di M. Miola, Napoli, 2005
- RIVOLTA G.C.M., *La società per azioni e l'esercizio di piccole e medie imprese*, in *Riv. soc.*, 2009
- RODOTÀ S., *Le fonti di integrazione del contratto*, Milano, 1969

- ROMANO R., *Less is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance*, in *Yale J. on Reg.*, 2001
- ROMANO-PAVONI G., *La «tipicità» delle società e le società interne*, in *Riv. dir. comm.*, 1951
- ROPPO E., *Nullità del contratto e giudizio di buona fede*, in *Riv. dir. civ.*, 1971, I
- ROPPO V., *Il contratto*, in *Tratt. dir. priv.*, a cura di G. Iudica e P. Zatti, Milano, 2001
- RORDORF R., *Il recesso del socio di società di capitali: prime osservazioni dopo la riforma*, in *Soc.*, 2003
- ROSAPEPE R., *L'esclusione del diritto di opzione degli azionisti*, Milano, 1988
- ROSAPEPE R., *Appunti su alcuni aspetti della nuova disciplina della partecipazione nella s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2003, I
- ROSSANO L., *La natura e la validità della clausola di drag along*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, II
- ROSSI G., *Utile di bilancio, riserve e dividendo*, Milano, 1957
- ROSSI G. – STABILINI A., *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2003
- RUBINO D., *Compravendita*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.*, diretto da A. Cicu e F. Messineo, Milano, 2<sup>a</sup> ed., Milano, 1971
- RUBINO DE RITIS M., *Gli apporti «spontanei» in società di capitali*, Torino, 2001
- RUBINO DE RITIS M., *I versamenti «non titolati» dei soci*, in *Giur. merito*, 2010, II
- SACCHI R., *Autonomia statutaria, competizione fra ordinamenti e giurisprudenza comunitaria*, in *Le grandi opzioni della riforma e del processo societario* a cura di G. Cian, Padova, 2004
- SACCO GINEVRI A., *L'attribuzione di diritti particolari agli azionisti di lungo termine in una prospettiva comparata*, in *RDS*, 2012, II
- SALAFIA V., *Statuti e riforma societaria: organizzazione, rapporti fra i soci, attività sociali, patti parasociali*, in *Soc.*, 2003
- SALAFIA V., *Il recesso del socio e l'impugnazione della delibera che lo giustifica*, in *Soc.*, 2011
- SALANITRO N., *I vincoli sulle quote di società a responsabilità limitata*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I
- SALANITRO N., *Profili sistematici della società a responsabilità limitata*, Milano, 2005
- SÁNCHEZ A.A., *Las accion y los derechos del accionista*, in *Comentario al régimen legal del las sociedades mercantiles*, diretto da R. Uria, A. Menendez, M. Olivencia, t. IV., v. 1°, Madrid, 1994
- SÁNCHEZ-CALERO G.J., *Las acción como fundamento del la condición de socio y como conjunto de derechos*, in *Las sociedadesde capital conforme a la nueva legislación* di Garrido de Palma, Sánchez González, Aranguren Urriza, Martínez Fernández, Gardeazábal del Río, Madrid, 1990
- SÁNCHEZ-CALERO G.J., *La limitación del número máximode votos correspondientes a un mismo accionista (con especial referencia a los bancos privados y al mercado de valores)*, in *RDBB*, 1991
- SANFILIPPO P., *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, Torino, 2000
- SANTAGATA R., *Patti di retrocessione di azioni a prezzo garantito e divieto del patto leonino*, in *Riv. dir. priv.*, 1997

- SANTAGATA R., *sub art. 2468. I diritti particolari*, in *S.r.l. Commentario*, dedicato a G. B. Portale, a cura di A.A. Dolmetta e G. Presti, Milano, 2011
- SANTAGATA R., *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni "redimibili" (una rilettura del divieto del patto leonino nella s.p.a. riformata)* in *Riv. dir. comm.*, 2013, I, 537 ss. e in *Società, banche, crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, a cura di M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrero, A. Sciarrone Alibrandi, vol. I, Torino, 2014
- SANTINI G., *sub art. 2472*, in *Società a responsabilità limitata*, in *Commentario del codice civile*, a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna- Roma, 1992
- SANTONI G., *Le quote di partecipazione nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, III, Torino, 2007
- SANTORO V., *sub art. 2351*, in *La riforma delle società. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 2003
- SANTORO V., *Garanzia della solvenza della società a responsabilità limitata in caso di circolazione dei titoli di debito*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2004
- SANTORO-PASSARELLI F., *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 1944
- SANTOSUOSSO P., *Le azioni proprie nell'economia dell'impresa*, Milano, 2004
- SANTUS A. – DE MARCHI G., *Sui "particolari diritti" del socio nella nuova s.r.l.*, in *Riv. not.*, 2004
- SARACINI E., *Nullità e sostituzione di clausole contrattuali*, Milano, 1971
- SATTA G., *Clausola di bring along: struttura, finalità e requisiti essenziali*, in *Riv. dir. impr.*, 2008
- SBISÀ G., *Circolazione delle azioni e patto leonino*, in *Contr. e impr.*, 1988
- SBISÀ G., *Dialogo con la giurisprudenza sulle clausole statutarie di trascinarsi (drag-along)*, in *Contr. impr.*, III, 2015
- SCHIZZEROTTO G., *Arbitrato improprio ed arbitraggio*, Milano, 1967
- SCIMENI E., *La vendita del voto nelle società per azioni*, Milano, 2004
- SCIUTO M., *La «mancanza dell'atto costitutivo» di società per azioni*, Padova, 2000
- SCIUTO M., *sub art. 2332*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, II, Padova, 2010
- SCOGNAMIGLIO R., *Dei contratti in generale*, in *Commentario del Codice Civile*, a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna- Roma, 1970
- SENA G., *Il voto nell'assemblea di società per azioni*, Milano, 1961
- SERRA A., *Sguardo d'insieme*, in *La nuova s.r.l.*, a cura di F. Farina, C. Ibba, G. Racugno, A. Serra, Milano, 2004
- SERRERA CONTRERAS P.L., *Limitación del número de votos que pueda emitir un socio es Sociedades Anónimas*, in *ADC*, 1968
- SFAMENI P., *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008
- SFAMENI P., *sub art. 2350*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008
- SILVA M., *sub art. 2341*, in *Commentario breve al codice civile*, 10 ed., a cura di G. Cian, Padova, 2011
- SIMEON M., *La postergazione dei finanziamenti dei soci nella s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2007, I
- SIMONETTO E., *Responsabilità e garanzia nel diritto societario italiano*, Padova, 1959
- SIMONETTO E., *Successione ereditaria e plusvalore della partecipazione azionaria di controllo*, in *Riv. soc.*, 1960

- SODI J., *I versamenti in conto capitale nella prassi: differenti caratteristiche ed atteggiamento della giurisprudenza*, in *Giur. comm.*, 1996, II
- SPERANZIN M., *sub art. 2441 c.c.*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, II, Padova, 2010
- SPERANZIN M., *Partecipazioni senza diritto di voto nella s.r.l.*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali*. Studi in onore di Giovanni E. Colombo, Torino, 2011
- SPERANZIN M., *Diritto di sottoscrizione e tutela del socio nella s.r.l.*, Torino, 2012
- SPADA P., *La tipicità delle società*, Padova, 1974
- SPADA P., *Reintegrazione del capitale reale senza operare sul nominale*, in *Giur. comm.*, 1978, I
- SPADA P., *Dalla nozione al tipo società per azioni*, *Riv. dir. civ.*, 1985, I
- SPADA P., *La tipologia delle società tra volontà e nomenclatura*, in *Scritti in onore di A. Falzea*, Milano, 1991
- SPADA P., *Autorità e libertà nel diritto delle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1996, I,
- SPADA P., *Tipologia delle società e società per azioni quotata*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, II
- SPADA P., *L'emissione dei titoli di debito nella «nuova» società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2003
- SPADA P., *Classi e tipi dopo la riforma organica (guardando alla «nuova» società a responsabilità limitata*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. Cian, Padova, 2004
- SPADA P., *C'era una volta la società...*, in *Riv. not.*, 2004
- SPADA P., *La rivoluzione copernicana (quasi una recensione tardiva ai Contratti Associativi di Paolo Ferro-Luzzi)*, in *Riv. dir. civ.*, 2008, II
- SPADA P., *sub artt. 2325, 2452 e 2462*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, II, Padova, 2010
- SPADA P. – SCIUTO M., *Il tipo società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e da G. B. Portale, 1\*, Torino, 2004
- SPINDLER G., *Stimmrecht und Teilnahme an der Hauptversammlung Entwicklungen und Perspektiven in der EU und in Deutschland*, Arbeitspapier 2/2006, Institute für Wirtschaftrecht, Universität Göttingen
- SPINDLER G., §§ 1-149, in *Aktiengesetz. Kommentar*, a cura di Schmidt e Lutter, Band 1, Köln, 2008
- SPOLIDORO M.S., *Il concetto di controllo nel codice civile e nel diritto antitrust*, in *Riv. soc.*, 1995
- SPOLIDORO M.S., *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in *Dir. ban. mer. fin.*, 2003, I
- SPOLIDORO M.S., *Gli acquisti "pericolosi"*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e da G. B. Portale, 1\*\*\*, Torino, 2004
- SPOLIDORO M.S., *Clausole statutarie sanzionatorie dell'inadempimento degli obblighi assunti dai soci: dall'esclusione alla penale*, in *S.r.l. artigiana e autonomia statutaria*. Atti del convegno tenutosi a Siracusa il 19 e 20 maggio 2006, Milano, 2007
- SPOLIDORO M.S., *L'aumento di capitale nelle s.r.l.*, in *RDS*, 2008, I
- SPOLIDORO M.S., *Riserve targate*, in *Società, banche e crisi dell'impresa*. Liber amicorum Pietro Abbadessa, diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarrone Alibrandi, vol. II, Torino, 2014
- SPOLIDORO M.S., *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Riv. soc.*, 2015, I
- SRAFFA A., *Patto leonino e nullità del contratto sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 1915, I
- STABILINI A. – TRAPANI M., *Clausole di drag along e limiti all'autonomia private nelle società chiuse*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I

- STANGHELLINI L., *I limiti statuari alla circolazione delle azioni*, Milano, 1997
- STANGHELLINI L., *sub art. 2355-bis*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008
- STELLA RICHTER M., «Collegamento» e «raggruppamento» delle azioni di società, in *Riv. dir. comm.*, 1991, I
- STELLA RICHTER JR. M., *Il tempo nei contratti sociali e parasociali*, in *La rilevanza del tempo nel diritto commerciale*, a cura di U. Morera, G. Olivieri, M. Stella Richter jr, Milano, 2000
- STELLA RICHTER M., *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I
- STELLA RICHTER JR. M., *Di alcune implicazioni sistematiche della introduzione di una nuova disciplina per le società a responsabilità limitata*, in *Giust. Civ.*, 2004
- STELLA RICHTER M., *I titoli di debito nella società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2005
- STELLA RICHTER M., *La società a responsabilità limitata. Disposizioni generali. Conferimenti. Quote*, in AA. VV., *Diritto delle società. Manuale breve*, 5<sup>a</sup> ed., Milano, 2012
- STELLA RICHTER M., *La condizione e il termine nell'atto costitutivo delle società di capitali e nelle deliberazioni modificative*, in *Studi e materiali del Consiglio nazionale del notariato*, 2009
- STELLA RICHTER JR. M., *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I e in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti. Liber discipulorum*, Milano, 2011
- SZEGO B., *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un'analisi di adeguatezza dell'ordinamento italiano*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Banca d'Italia*, n. 55, 2002
- SZEGO B., *Finanziare l'innovazione: il venture capital dopo la riforma del diritto societario*, in *Riv. dir. civ.*, 2005, I
- TANTINI G., «Migrazione» dei versamenti spontanei dei soci dal passivo (debiti) al patrimonio netto (riserve) nel bilancio d'esercizio, in *Giur. comm.*, 2003, II
- TANTINI G., *I versamenti dei soci alla società*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 1\*\*, Torino, 2004
- TEDESCHI F., *Raggruppamento delle azioni e conservazione della qualità di socio*, in *Giur. comm.*, 1979, I
- TEDESCHI F., *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. comm.*, 1980, I
- TERRANOVA G., *sub art. 2467*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, III, Napoli, 2004
- TESTA A., *Gli oggetti sociali negli atti delle società*, Assago, 2010
- TOFFOLETTO A., *L'autonomia privata e i suoi limiti nel recesso convenzionale del socio di società di capitali*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I
- TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004
- TOMBARI U., «Apporti spontanei» e «prestiti» dei soci nelle società di capitali, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Torino, 2007
- TOMBARI U., *Le categorie speciali di azioni nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2007
- TORINO R., *I contratti parasociali*, Milano, 2000
- TRICOLI A., *Sull'ammissibilità di quote di s.r.l. dotate di diritti particolari*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I

- TRIMARCHI G.A.M., *L'aumento del capitale sociale*, Assago, 2007
- TRIMARCHI G.A.M., *Le riduzioni del capitale sociale*, Assago, 2010
- TRIMARCHI G.A.M., *Il recesso del socio dai tipi societari capitalistici e applicativi notarili*, in *Studi e materiali*, 2012
- TRONCI L., *Le riserve "targate" tra diritto e ragioneria*, in *Riv. soc.*, 2012
- TUCCI A., *Limiti alla circolazione delle azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso* diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Torino, 2007
- A. TUCCI, *Trasferimento di quote di società a responsabilità limitata e patti parasociali*, in *Riv. dir. soc.*, 2007
- VALZER A., *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, Torino, 2012
- VATTERMOLI D., *sub art. 2355-bis*, in in *La riforma delle società. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 2003
- VELLA F., *Attivismo degli investitori istituzionali e riforma del diritto societario*, in *Banca impr. soc.*, 1998
- VENTORUZZO M., *sub artt. 92 e 132*, in AA.VV., *La disciplina delle società quotate. Commentario* a cura di P. Marchetti – L. A. Bianchi, t. II, Milano, 1999
- VENTORUZZO M., *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Riv. soc.*, 2005
- VENTORUZZO M., *Recesso da società a responsabilità limitata e valutazione della partecipazione del socio recedente*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2005, II
- VENTORUZZO M., *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Milano, 2012
- VETTER E., *Handgeld für in der Hauptversammlung präsenste Aktionäre?*, in *AG*, 2006
- VIERA GONZALES A.J., *Las Sociedades de Capital Cerradas. Un problema de relaciones entr los tipos SA y SRL*, Madrid, 2002
- VISENTINI B., voce *Azioni di società*, *Enc. dir.*, vol. IV, Milano, 1959
- VISENTINI B., *Sul frazionamento e sul raggruppamento delle azioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1960
- VITALI M.L., *Le azioni riscattabili*, Milano, 2013
- VOLHARD R., § 134, rn. 22, in *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 2 ed., a cura di Kropff e Semler, München, 2004
- WANGEMANN M., *Finanzielle Anreize zur Steigerung der Hauptversammlungspräsenz in der Aktiengesellschaft*, Frankfurt, 2008
- WIEDEMANN H., § 186, in *Aktiengesetz Großkommentar*, Berlin, 1995
- WEIGMANN R., *Nota in tema di clausola di covendita*, in *Giur. it.*, 2009, II
- WEIGMANN R., *Le obbligazioni convertibili perdono il diritto di opzione*, in *Giur. comm.*, 2012, I
- WESTERMANN H.P., *Vertragsfreiheit und Typengesetzlichkeit*, in *Recht der Personengesellschaften*, Berlin – Heidelberg – New York, 1970
- WIDMER K., *Das Recht des Aktionärs auf Auskunftserteilung de lege lata und de lege ferenda*, Zürich, 1961
- WILLAMOWSKI M., § 134, rn. 3, in *Kommentar zum Aktiengesetz*, a cura di Spindler e Stilz, München, 2007

YANES P., *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, Madrid, 2004

ZABBAN F., *sub art. 2473-bis*, in *Codice commentato delle s.r.l.*, diretto da P. Benazzo e S. Patriarca, Torino, 2006

ZANARONE G., *La società a responsabilità limitata nel cammino della riforma*, in *Governo delle imprese e mercato delle regole*. Scritti giuridici per Guido Rossi, Milano, 2002

ZANARONE G., *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, vol VIII, Padova, 1985

ZANARONE G., *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Torino, 2007

ZANARONE G., *Della società a responsabilità limitata*, in *Il codice civile. Commentario* diretto da P. Schlesinger, tomo I, Milano, 2010

ZANARONE G., *sub art. 2468*, in *Della società a responsabilità limitata. Il codice civile. Commentario* fondato e diretto da P. Schlesinger e continuato da F.D. Busnelli, t. I, Milano, 2010

ZANARONE G., *sub art. 2473*, in *Della società a responsabilità limitata. Il codice civile. Commentario* fondato e diretto da P. Schlesinger e continuato da F.D. Busnelli, t. I, Milano, 2010

ZANARONE G., *sub art. 2473-bis*, in *Della società a responsabilità limitata. Il codice civile. Commentario* fondato e diretto da P. Schlesinger e continuato da F.D. Busnelli, t. I, Milano, 2010

ZANARONE G., *sub art. 2479*, in *Il codice civile. Commentario* fondato e diretto da P. Schlesinger e continuato da F.D. Busnelli, t. II, Milano, 2010

G. ZANARONE, *sub art. 2481-bis*, in *Il Codice Civile Commentario*, fondato e diretto da P. Schlesinger e continuato da F.D. Busnelli, t. II, Milano, 2010

ZANONI A., *Venture capital e diritto azionario. Esperienza statunitense e prospettive in Italia*, Padova, 2010

ZUDDAS G., *L'arbitraggio*, Napoli, 1992



## INDICE DELLA GIURISPRUDENZA

### TRIBUNALI

- Trib. Alba, 28 novembre 1995, in *Giur. it.*, 1996, I  
Trib. Brescia, 18 settembre 1989, in *Giur. comm.*, 1990, II  
Trib. Busto Arsizio, 25 gennaio 2005, in *Vita not.*, 2006, II  
Trib. Cagliari, 19 giugno 2000, in *Riv. giur. sarda*, 2001  
Trib. Cagliari, 3 aprile 2008 in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2009, II  
Trib. Frosinone, 8 marzo 1974, in *Riv. dir. comm.*, 1974, II  
Trib. Genova, 3 luglio 1958, in *Giur. it.*, 1959, I  
Trib. Genova, 3 gennaio 1986, in *Banca borsa tit. cred.*, 1986, II  
Trib. Genova, 8 luglio 2004, in *Banca borsa tit. cred.*, 2006, II  
Trib. Milano, 11 ottobre 1973, in *Riv. dir. comm.*, 1974  
Trib. Milano, 15 gennaio 1981, in *Riv. dir. comm.*, 1982, II  
Trib. Milano, 17 aprile 1982, in *Giur. comm.*, 1983, II  
Trib. Milano, 13 gennaio 1983, in *Banca borsa tit. cred.*, 1983, II  
Trib. Milano, 25 maggio 1987, in *Soc.*, 1987  
Trib. Milano, 14 luglio 1988, in *Banca borsa tit. cred.*, 1991, II  
Trib. Milano, 25 luglio 1988, in *Soc.*, 1989  
Trib. Milano, 26 maggio 1990, in *Giur. it.*, 1991, I  
Trib. Milano, 28 giugno 2001, in *Banca borsa tit. cred.*, 2002, II  
Trib. Milano, 9 ottobre 2002, in *Corr. giur.*, 2002,  
Trib. Milano, 8 luglio 2004, in *Giur. it.*, 2005, I  
Trib. Milano, 14 ottobre 2004, in *Giur. milanese*, 2004  
Trib. Milano, 31 gennaio 2005, in *Giur. it.*, 2005  
Trib. Milano, 31 gennaio 2006, in *Soc.*, 2006  
Trib. Milano, 7 febbraio 2006, in *Corr. mer.*, 2006  
Trib. Milano, 24 maggio 2007, in *Pluris*  
Trib. Milano, 1 aprile 2008, in *Giur. comm.*, 2009, II  
Trib. Milano, 20 gennaio 2009, in *Soc.*, 2009  
Trib. Milano, 25 marzo 2011, in *Not.*, 2011  
Trib. Milano, 13 settembre 2011, in *Soc.*, 2011  
T. Milano, 30 dicembre 2011, in *Soc.*, 2012  
Trib. Milano, 6 febbraio 2012 in *Giur. It.*, 2012  
Trib. Milano, 9 febbraio 2012 in *Soc.*, 2012  
Trib. Milano, 7 novembre 2013, in *Giur. It.*, 2014  
Trib. Milano, 28 febbraio 2014, in *Soc.*, 2014  
Trib. Milano, 3 luglio 2014, in *Soc.*, 2014  
Trib. Milano, 21 luglio 2014, in *Pluris*  
Trib. Milano, 5 settembre 2014, in *Vita not.*, 2014  
Trib. Milano, 22 dicembre 2014, in *Soc.*, 2015  
Trib. Milano, 6 agosto 2015, in *Pluris*  
Trib. Monza, 15 gennaio 1997, in *Giur. comm.*, 1998, II  
Trib. Napoli, 25 febbraio 1998, in *Banca borsa tit. cred.*, 1998, II  
Trib. Napoli, 10 dicembre 2009, in *Foro it.*, 2010, I  
Trib. Novara, 4-5 luglio 1986, in *Riv. not.*, 1986, II  
Trib. Novara, 21 gennaio 2010, in *Soc.*, 2010  
Trib. Perugia, 29 febbraio 2008, in *Giur. comm.*, 2010, II  
Trib. Pistoia, 8 settembre 2008, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II  
Trib. Reggio Emilia, 30 ottobre 1987, in *Soc.*, 1988  
Trib. Roma, 23 dicembre 1968, in *Giur. merito*, 1969, I  
Trib. Roma, 15 dicembre 1986, in *Giur. it.*, 1991, I  
Trib. Roma, 21 maggio 2001, in *Giur. comm.*, 2003, II  
Trib. Saluzzo, 24 febbraio 2001, in *Giur. comm.*, 2001, II  
Trib. Torino, 19 giugno 1981, in *Giur. comm.*, 1982, II  
Trib. Trani 23 ottobre 2003, in *Vita not.*, 2004, II  
Trib. Trento, 22 dicembre 2004, in *Soc.*, 2005

Trib. Trento, 4 aprile 2013, in *Pluris*  
Trib. Treviso, 18 dicembre 2001, in *Banca borsa tit. cred.*, 2002, II  
Trib. Treviso, 17 giugno 2005, in *Soc.*, 2006  
Trib. Trieste, 2 giugno 1994, in *Soc.*, 1995  
Trib. Udine, 10 aprile 1981 in *Giur. comm.*, 1982, II  
Trib. Udine, 21 novembre 1981 in *Giur. comm.*, 1982, II  
Trib. Udine, 23 gennaio 1993, in *Giur. it.*, 1994  
Trib. Udine, 21 febbraio 2009, in [www.unijuris.it](http://www.unijuris.it)  
Trib. Venezia, 10 febbraio 2011, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)  
Trib. Verona, 22 luglio 1993, in *Vita not.*, 1994  
Trib. Verona, 9 febbraio 1989, in *Soc.*, 1989

#### CORTI DI APPELLO

App. Bari, 3 dicembre 1987, in *Soc.*, 1988  
App. Bologna, 16 febbraio 1991, in *Riv. not.*, 1992, II  
App. L'Aquila, 7 marzo 1995, in *Riv. dir. comm.*, 1996, II  
App. Milano, 13 febbraio 1981, in *Giur. comm.*, 1982, II  
App. Milano, 14 luglio 1982, in *Giur. comm.*, 1983, II  
App. Milano, 25 marzo 1986, in *Banca borsa tit. cred.*, 1987, II  
App. Milano, 29 ottobre 1991, in *Giur. it.*, 1992, I  
App. Milano, 16 febbraio 2009, in *Giur. merito*, 2010, II  
App. Perugia, 31 gennaio 2013, in *Riv. not.*, 2013  
App. Roma, 28 aprile 1992, in *Banca borsa tit. cred.*, 1993, II  
App. Torino, 21 luglio 1995, in *Giur. it.*, 1996, I  
App. Trieste, 21 novembre 1981, in *Giur. comm.*, 1982, II

#### CORTE DI CASSAZIONE

Cass., 5 febbraio 1942, in *Riv. dir. comm.*, 1942, II  
Cass., 8 gennaio 1966, n. 141, in *Giur. it.*, 1966, I  
Cass., 29 novembre 1976, n. 4494, in *Giur. impr.* 1978  
Cass., 28 giugno 1980, n. 4089, in *Giur. comm.*, 1983, II  
Cass., 3 dicembre 1980, n. 6315), in *Riv. dir. comm.*, 1981, II  
Cass., 3 dicembre 1980, n. 6315), in *Giur. comm.*, 1981, II  
Cass., 3 dicembre 1980, n. 6315, in *Foro it.*, 1981, I  
Cass., 23 febbraio 1984, n. 1296 in *Dir. fall.* 1984, II  
Cass., 13 gennaio 1987, n. 133, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1987, I  
Cass., 1 dicembre 1987, n. 8939, in *Giur. It.*, 1988, I  
Cass., 11 marzo 1993, n. 2959 in *Soc.*, 1993  
Cass., 23 marzo 1993, n. 3458, in *Soc.*, 1993  
Cass., 16 aprile 1994, n. 3609, in *Banca borsa tit. cred.*, 1996, II  
Cass., 29 ottobre 1994, n. 8928), in *Giur. comm.*, 1996, II  
Cass., 29 ottobre 1994, n. 8928, in *Not.*, 1995  
Cass. 29 ottobre 1994, n. 8927 in *Soc.*, 1995, in *Not.* 1995, in *Giur. comm.*, 1995, II  
Cass., 28 aprile 1997, n. 3666, in *Riv. dir. comm.*, 1997, II  
Cass., 21 gennaio 2000, n. 642 in *Soc.*, 2000  
Cass., 19 marzo 2004, n. 5548, in *Soc.*, 2004  
Cass., 28 maggio 2004, n. 10271, in *Foro it.*, 2005, I  
Cass., 19 maggio 2005, n. 10600, in *Giur. comm.*, 2006, II  
Cass., 17 novembre 2005, n. 23262, in *Riv. not.*, 2007  
Cass., 31 marzo 2006, n. 7692; in *Giust. civ.*, 2007, I  
Cass., 14 aprile 2006, n. 8876), in *Soc.*, 2007  
Cass., 19 marzo 2007, n. 6519, in *Foro it.*, I, 2007  
Cass., 30 marzo 2007, n. 7980, in *Foro it.*, 2008, I  
Cass., 2 luglio 2007, n. 15614, in *Riv. not.*, 2008  
Cass., 24 luglio 2007, n. 16393), in *RDS*, 2009, I  
Cass., 24 luglio 2007, n. 16393, in *Foro it.*, 2008, I  
Cass., 29 gennaio 2008, n. 2020, in *Soc.*, 2008  
Cass., 29 febbraio 2008, n. 25513, in *Pluris*

Cass. 7 novembre 2008, n. 26842, in *Riv. not.*, 2009  
Cass., 20 gennaio 2011, n. 1361, in *Giust. civ.*, 2011  
Cass., 23 febbraio 2012, n. 2758, in *Riv. dott. comm.*, 2012  
Cass., 13 luglio 2012, n. 12003, in *Riv. dott. comm.*, 2013

#### CORTE COSTITUZIONALE

Corte cost. 14 dicembre 2005, n. 481, in *Soc.*, 2006, in *Giur. It.*, 2006

#### GIUSTIZIA ARBITRALE

Lodo arbitrale, 7-12 giugno 2000 (G.B. PORTALE, *Presidente*, L.A. BIANCHI e R. SACCHI, *Arbitri*), in *Giur. it.*, 2001  
Lodo Arbitrale, 29 luglio 2008 (A. MAZZONI, *Arbitro unico*), in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II  
Lodo arbitrale, 29 marzo 2007, (G.B. PORTALE, *Presidente*, F. BENATTI e R. SACCHI, *Arbitri*) in *Riv. dir. soc.*, 2007

#### REGNO DI SPAGNA

Supreme Tribunal 3 May 1989, in *Repertorio de jurisprudencia Aranzadi*, 1989

#### REPUBBLICA FRANCESE

Cass. Comm., 20 maggio 1986, in *Rev. soc.*, 1986

#### UNIONE EUROPEA

C. Giust. CE, 19 novembre 1996, C-42/95  
C. Giust. CE, 9 marzo 1999, C-212/97, in *Giur. It.*, 2000, I  
C. Giust. CE, 5 novembre 2002, C-208/00, in *Giur. It.*, 2003  
C. Giust. CE, 30 settembre 2003, C-167/01, in *Giur. It.*, 2004  
C. Giust. CE, 18 dicembre 2008, C-338/06

## ORIENTAMENTI NOTARILI

Massima n. 1 del 2008 dell'Osservatorio del Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, consultabile *on line* al sito *internet* [www.consiglionotarilefirenze.it](http://www.consiglionotarilefirenze.it)

Massima n. 25 del 2012 dell'Osservatorio del Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, consultabile *on line* al sito *internet* [www.consiglionotarilefirenze.it](http://www.consiglionotarilefirenze.it)

Massima n. XIV del 20 novembre 2001 della Commissione Società del Consiglio Notarile di Milano, consultabile *on line* al sito *internet* [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it)

Massima n. 9 del 18 marzo 2004 della Commissione Società del Consiglio notarile di Milano, consultabile *on line* al sito *internet* [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it)

Massima n. 39 del 19 novembre 2004 della Commissione Società del Consiglio notarile di Milano, consultabile *on line* al sito *internet* [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it)

Massima n. 40 del 19 novembre 2004 della Commissione Società del Consiglio notarile di Milano, consultabile *on line* al sito *internet* [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it)

Massima n. 74 del 22 novembre 2005 della Commissione Società del Consiglio notarile di Milano, consultabile *on line* al sito *internet* [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it)

Massima n. 88 del 22 novembre 2005 della Commissione Società del Consiglio notarile di Milano, consultabile *on line* al sito *internet* [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it)

Massima n. 92 del 18 maggio 2007 della Commissione Società del Consiglio notarile di Milano, consultabile *on line* al sito *internet* [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it)

Massima n. 99 del 18 maggio 2007 della Commissione Società del Consiglio notarile di Milano, consultabile *on line* al sito *internet* [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it)

Massima n. 122 del 18 ottobre 2011 della Commissione Società del Consiglio notarile di Milano, consultabile *on line* al sito *internet* [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it)

Massima n. 126 del 5 marzo 2013 della Commissione Società del Consiglio notarile di Milano, consultabile *on line* al sito *internet* [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it)

Massima n. 136 del 13 maggio 2014 della Commissione Società del Consiglio Notarile di Milano, consultabile *on line* al sito *internet* [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it)

Massima n. 138 del 13 maggio 2014 della Commissione Società del Consiglio notarile di Milano, consultabile *on line* al sito *internet* [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it)

Massima I.I.28 del Comitato Trivento dei Notai, consultabile *on line* al sito *internet* [www.notaitriveneto.it](http://www.notaitriveneto.it)