

Quaderni

DB

sulle Massime e sugli Orientamenti
di interesse notarile in materia di
diritto societario

CATEGORIE DI PARTECIPAZIONI E CONDIZIONI SOGGETTIVE DEL SOCIO

**TECNICHE DI DIVERSIFICAZIONE DEI DIRITTI
SOCIALI E DELLA DURATA DELL'INVESTIMENTO**

A cura di

GIUSEPPE A. RESCIO

Direzione Editoriale

Carolina Gentile - Luca Serafino Lentini



1^o GIUGNO 2021

QUADERNI DB SULLE MASSIME E SUGLI ORIENTAMENTI
DI INTERESSE NOTARILE IN MATERIA DI DIRITTO SOCIETARIO
Quaderno I – Giugno 2021

CATEGORIE DI PARTECIPAZIONI E CONDIZIONI SOGGETTIVE DEL SOCIO

***TECNICHE DI DIVERSIFICAZIONE DEI DIRITTI SOCIALI E DELLA
DURATA DELL'INVESTIMENTO***

a cura di

Giuseppe A. Rescio

*Professore Ordinario di Diritto Commerciale nell'Università Cattolica del
Sacro Cuore di Milano*

Direzione Editoriale: Carolina Gentile – Luca Serafino Lentini

SOMMARIO

Introduzione al quaderno di Giuseppe A. Rescio	1
L'evoluzione della s.p.a.: dalla società di sacchi di denaro alle categorie di azionisti <i>Consiglio Notarile di Milano, Massima 184: Attribuzione di diritti diversi al ricorrere di condizioni «soggettive» dei soci</i> di Rocco Antonini.....	3
Diritto di nomina degli amministratori come categoria speciale <i>Consiglio Notarile di Milano, Massima 142: Categorie di azioni e diritto di nomina di amministratori e sindaci; Consiglio Notarile dei Distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, Massima 47: Categorie di azioni a voto plurimo e nomina delle cariche sociali</i> di Riccardo De Napoli	21
Categorie speciali di quote nelle s.r.l. P.M.I.: standardizzazione o quota unitaria <i>Consiglio Notarile di Milano, Massima 171: Nozione di categorie di quote di s.r.l. PMI; Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, Massima I.N.6: Applicazione del principio dell'unicità della partecipazione in presenza di categorie di quote</i> di Mirta Morgese	37
Dalle azioni riscattabili alle riscattande: i limiti all'autonomia privata nel riscatto azionario <i>Consiglio Notarile di Milano, Massima 99: Azioni riscattabili e introduzione della clausola di riscatto; Consiglio Notarile dei Distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, Massima 67: Azioni riscattande, prezzo di vendita e patto leonino</i> di Pietro Coppini.....	55
La legittimità della clausola di riscatto del socio “inerte” <i>Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, Massima H.I.29: Legittimità della clausola di riscattabilità delle azioni del socio inattivo o irreperibile</i> di Simone Parravicini	55
Le partecipazioni sociali “a tempo” e “auto-estinguibili” <i>Consiglio Notarile dei Distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, Massima 66: Le partecipazioni sociali a tempo; Consiglio Notarile di Milano, Massima 190: Azioni e quote «auto-estinguibili»</i> di Davide Corsico	97

INTRODUZIONE AL QUADERNO

di GIUSEPPE A. RESCIO

PROFESSORE ORDINARIO, UNIVERSITÀ CATTOLICA DEL SACRO CUORE DI MILANO

Diverse sono le motivazioni alla base degli investimenti nell'attività di impresa che si concretizzano nella partecipazione a società di capitali. L'eterogeneità degli obiettivi – al di là della finalità genericamente lucrativa, peraltro variamente componibile o addirittura sostituibile con altre finalità nella ricchezza dei modelli societari attualmente a disposizione degli operatori – mal si concilia con la tendenziale uniformità delle situazioni giuridiche insite nelle partecipazioni in forza della disciplina dispositiva di legge, incline a riconoscere esclusivamente differenze fondate sulla quantità dell'investimento e, dunque, della partecipazione al capitale di rischio.

È merito della riforma del diritto societario (2003) aver consentito all'autonomia statutaria di recuperare la “soggettività” dell'investitore ed è merito dell'interpretazione successiva, nella quale parte importante rivestono gli orientamenti della prassi e le aperture giurisprudenziali, l'aver tradotto in clausole statutarie – talora già consolidate, talaltra ancora in fase di analisi e suscettibili di approfondimenti e sviluppi – gli equilibri raggiungibili dalle diverse tipologie di investitori nella composizione dei rispettivi interessi.

In questa prospettiva i contributi che qui si offrono al lettore toccano due punti nevralgici.

Un primo punto, o meglio un primo polo di attrazione di questioni, attiene alla tecnica di *diversificazione dei diritti dei soci* ulteriore rispetto all'impiego delle categorie di azioni nelle società azionarie e del diritto particolare del socio nella s.r.l. (strumenti suggeriti dal legislatore della riforma), alla loro controversa estensione in determinati ambiti e alla loro incidenza sul quadro sistematico.

A tale primo nucleo appartengono le riflessioni sul ricorso alle categorie di azionisti in luogo delle categorie di azioni (Antonini), sul diritto di nomina di amministratori come diritto di categoria (De Napoli) e sulla struttura della quota di s.r.l. PMI emittente di categorie di quote (Morgese).

In un secondo polo si aggregano questioni connesse alla *diversificazione della durata dell'investimento*, poiché le eterogenee motivazioni che ne sono alla base possono rendere insoddisfacente la fissazione del solo termine di durata dell'intero rapporto sociale e possono giustificare tecniche di disinvestimento anticipato programmate attraverso la previsione di poteri e soggezioni o mediante l'oggettiva conformazione della partecipazione sociale.

In questo ordine di idee qui ci si interroga sulla possibilità di conciliare i diversi orizzonti temporali in cui si muovono gli investitori con strumenti più flessibili del recesso, come le azioni riscattande (Coppini), sulla inducibilità al disinvestimento da parte di soci inerti

nell'esercizio dei diritti sociali (Parravicini) e sulla configurabilità di partecipazioni sociali ad estinzione anticipata (Corsico).

L'EVOLUZIONE DELLA S.P.A.: DALLA SOCIETÀ DI SACCHI DI DENARO ALLE CATEGORIE DI AZIONISTI

ROCCO ANTONINI

DOTTORE DI RICERCA, UNIVERSITÀ CATTOLICA DEL SACRO CUORE DI MILANO

SOMMARIO: 1. La massima notarile – 2. La partecipazione del socio nelle società di capitali – 3. I diritti del socio – 4. I gruppi di azionisti portatori d'interessi all'interno dell'assemblea – 5. L'orientamento della Commissione società del Consiglio Notarile di Milano – 6. La s.p.a. personalistica – 7.1. Tecniche redazionali – 7.2. Diritto di voto maggiorato – 7.3. Diritto di prelazione.

1. La massima notarile

Consiglio Notarile di Milano, Massima 184: Attribuzione di diritti diversi al ricorrere di condizioni «soggettive» dei soci

Anche al di fuori dei casi espressamente previsti dalla legge (ad es. art. 2351, comma 3, c.c., artt. 127-quater e 127-quinquies, TUF), sono legittime le clausole statutarie di s.p.a. mediante le quali, senza dar vita a una categoria di azioni ai sensi dell'art. 2348 c.c., vengono attribuiti diritti diversi in dipendenza di circostanze relative al singolo socio, astrattamente riferibili al socio non determinato, purché non diano luogo a condizioni meramente potestative o a differenziazioni illegittimamente discriminatorie. Le medesime clausole sono altresì legittime nella s.r.l., non determinando in tal caso la creazione di un diritto particolare ai sensi dell'art. 2468, comma 3, c.c., né la creazione di una categoria di quote.

In mancanza di diverse disposizioni dell'atto costitutivo o dello statuto, l'introduzione di tali clausole è deliberata dall'assemblea con le maggioranze richieste dalla legge o dallo statuto per le modificazioni statutarie, a condizione che sia rispettato il principio di parità di trattamento, salvo il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, primo comma, lett. g), c.c. (per le s.p.a.) o dell'art. 2473, comma 1, c.c. (per le s.r.l.), ove ne ricorrano le condizioni.

2. La partecipazione del socio nelle società di capitali

Secondo l'insegnamento tradizionale, le società di persone e le società di capitali si distinguono, anzitutto, per un duplice ordine di ragioni:

(i) la responsabilità del socio e (ii) la natura della partecipazione.

Tralasciando in questa sede le note differenze in tema di responsabilità, ci si intende soffermare sulle diverse connotazioni della partecipazione sociale¹.

(a) Nelle società di persone, come si intuisce dalla terminologia utilizzata dal legislatore, è particolarmente rilevante la persona del socio: non si ritiene indifferente, infatti, la presenza dell'uno o dell'altro soggetto quali membri della compagine sociale.

Il rilievo della persona del socio emerge, anzitutto, relativamente agli aspetti dell'amministrazione e della responsabilità²: in via generale, nelle società di persone il potere di gestione è esercitato direttamente dal socio e a ciò consegue la responsabilità illimitata per le obbligazioni sociali, in ossequio al principio di corrispondenza tra potere e responsabilità.

Quanto ora esposto è confermato da una serie di indici normativi, tra i quali si ricorda (i) la regola generale della modificabilità dei patti sociali con voto unanime (art. 2252 c.c.) e la conseguente limitazione alla circolazione delle partecipazioni (che importano un'alterazione dei medesimi patti), (ii) l'attribuzione a ciascuno dei soci del potere di amministrazione disgiuntiva (art. 2257 c.c.) e (iii) il fallimento in estensione del socio a responsabilità illimitata (art. 147 l.fall.).

(b) Diversamente, nelle società di capitali, si è soliti discorrere di una sostanziale indifferenza della persona del socio³: non rileverebbe, almeno in linea generale, la qualità e l'identità del soggetto che fa parte della compagine sociale, perché ciò che conta, di regola, è la ricchezza che ciascuno apporta alla organizzazione comune, sicché, in tali società, l'*intuitus personae* viene meno⁴. Tale principio può desumersi dalle norme in tema di (i) modificabilità dello statuto sociale con il voto della maggioranza, nonché (ii) di circolazione delle partecipazioni.

Le società di capitali nel nostro ordinamento sono, infatti, rette dal principio plutocratico del governo della maggioranza, per il quale il "50% più 1" del capitale sociale è sufficiente per soddisfare i *quorum* costitutivi e deliberativi dettati dalle norme di legge⁵, fatte salve le eccezioni previste dal legislatore. La *ratio* sottesa alla disciplina ora esposta

¹ G.C.M. RIVOLTA, *La partecipazione sociale*, Milano, 1965, *passim*.

² Così G. OPPO, *L'identificazione del tipo «società di persone»*, in *Riv. dir. civ.*, 1988, 621 e ss.

³ Il concetto muove, a ben vedere, dal carattere "essenzialmente democratico" della s.p.a., rilevato – in riferimento alla società inglese «East India Company», fondata il 31 dicembre 1600 e contrapposta al modello spiccatamente oligarchico della olandese «Oost-Indische Compagnie», fondata il 20 marzo 1602 – anzitutto da A. MIGNOLI, *Idee e problemi nell'evoluzione della «company» inglese*, in *Riv. soc.*, 1960, 639 e ss.

⁴ G.B. PORTALE, *Tra diritto dell'impresa e metamorfosi della s.p.a.*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, 137.

⁵ Di cui agli artt. 2368, co. 2, 2369, co. 4, 2369-bis, co. 2, 2470 e 2486 c.c.

risiede, secondo la dottrina, nella salvaguardia della struttura imprenditoriale da adeguarsi a seconda delle esigenze dell'attività economica svolta dalla società⁶.

La s.p.a. è certamente il tipo sociale che più rispecchia il concetto ora esposto, rappresentando la società ove è meno rilevante la qualità soggettiva del socio: ciò che rileva sarebbero soltanto le azioni e le caratteristiche delle medesime. È così delineata la natura della s.p.a. come “società di sacchi di denaro”⁷.

La disciplina normativa della s.r.l., pur essendo espressione del medesimo principio capitalistico, soffre alcune eccezioni che la “avvicinano” al modello personalistico.

Se prima della riforma del diritto societario del 2003 poteva parlarsi della s.r.l. come di una “piccola s.p.a.” (la s.r.l. era prevalentemente disciplinata da norme dedicate alla s.p.a. in virtù del rinvio a queste ultime), alla luce delle novità introdotte nel nostro ordinamento e alla previsione di un solido e ampio impianto normativo in materia, si può ritenere che la s.r.l. rappresenti un tipo sociale autonomo e ben individuato.

Quest'ultimo, il modello di società più diffuso nel nostro ordinamento⁸, si colloca – secondo una certa lettura e utilizzando una espressione figurata – in uno spazio tra le società capitalistiche e quelle personalistiche, caratterizzandosi per una serie di elementi che lo avvicinano all'una e all'altra disciplina.

Come nelle società di capitali, infatti, per le obbligazioni sociali risponde soltanto la società con il proprio patrimonio, ma – d'altra parte – come nelle società di persone, è possibile (i) adottare sistemi di amministrazioni congiuntivi o disgiuntivi (art. 2475, co. 3, c.c.), (ii) introdurre nell'atto costitutivo clausole di esclusione del socio per giusta causa⁹ (art. 2473-bis c.c.) e (iii) conferire prestazioni di opera e di servizi (art. 2464 c.c.).

Il risultato delle novità introdotte con la predetta riforma, pertanto, è la creazione di un tipo di società (quello della s.r.l.) che si allontana, per così dire, dalla tradizionale impostazione delle società per azioni, in ragione della “personalizzazione” del modello societario, caratterizzata da un accentuato ruolo dell'autonomia negoziale (come sopra ricordato) e dall'attribuzione ai soci di ampi poteri di *exit* e di *voice*.

Emerge, pertanto, una diversa caratterizzazione delle posizioni dei soci nelle predette categorie di società: nelle società di persone il rilievo personalistico del soggetto è il più elevato, mentre si riduce progressivamente nella s.r.l. e ancor più nelle s.p.a.

Sembrano così delinearsi tre diverse fattispecie o gruppi di fattispecie:

- (i) le società di persone,
- (ii) le s.r.l. e

⁶ C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, I, Milano, 2012, 284 e G.L. PELLIZZI, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, I, 113 e ss., ripreso da G. MARASÀ, *Le società. Società in generale*, Milano, 2000, 99.

⁷ G. GIDE, *Principi di economia politica*, Milano, 1915, 168.

⁸ G. PRESTI, *Le società a responsabilità limitata dopo la riforma: alcune evidenze empiriche*, in *Liber amicorum Pietro Abbadessa*, III, Torino, 2014, 1821.

⁹ P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *Selezione ed operatività delle cause di esclusione del socio di s.r.l.*, in *Liber amicorum Pietro Abbadessa*, III, Torino, 2014, 1772.

(iii) le s.p.a.

Come si vedrà *infra*, questa tripartizione risulterà meno delineata di quanto potrebbe apparentemente ritenersi, ben potendosi individuare elementi di intersezione tra i gruppi ora indicati.

Nel corso della presente indagine, tuttavia, si tenterà di descrivere, relativamente alla rilevanza dello *status* soggettivo del socio all'interno dell'organizzazione societaria, il percorso evolutivo compiuto dalla s.p.a. nel corso del tempo, avanzando alcune proposte interpretative alla luce della massima n. 184 della Commissione società del Consiglio Notarile di Milano.

3. I diritti del socio

Ciò posto, al fine di indagare le differenze tra la posizione del socio all'interno delle predette fattispecie (società di persone, s.r.l. e s.p.a.), occorre affrontare il tema dei diritti sociali. Com'è noto, la qualità di socio attribuisce il godimento dei diritti sociali, identificabili in prerogative di carattere patrimoniale, amministrativo e misto.

Alcuni di questi diritti spettano al socio a prescindere dalla misura della partecipazione al capitale sociale di cui è titolare, mentre la maggior parte degli stessi spetta al socio in proporzione a quest'ultima: nella prima categoria rientra il diritto di intervento in assemblea, mentre nella seconda si ricomprendono, anzitutto, il diritto di voto e quello agli utili.

La dottrina ha affrontato la questione della modificabilità dei diritti sociali¹⁰, potendosi assistere ad una significativa evoluzione di una delle principali aree tematiche del diritto delle società.

Secondo un orientamento tradizionale, il socio sarebbe titolare di un diritto individuale suscettibile di modifica soltanto con il consenso di quest'ultimo. Tale impostazione teorica muove dalla natura civilistica del diritto spettante al socio e dal principio per il quale non sarebbe ammissibile la modifica dei rapporti contrattuali facenti capo ad un soggetto senza la volontà del medesimo¹¹. La stessa affermazione era valida rispetto ai diritti di categoria, da intendersi come prerogative spettanti ai titolari di determinate azioni, dette appunto di categoria.

L'intangibilità dei diritti della categoria, come anticipato, è un precipitato della «teoria dei diritti individuali degli azionisti», diffusa in Italia negli anni Cinquanta e Sessanta del secolo scorso: l'ordinamento, secondo detta concezione, attribuirebbe ai soci dei diritti che non possono essere modificati o estinti senza il consenso di chi ne è titolare.

La teoria ora esposta è stata però sottoposta ad un approfondito riesame¹², in virtù del quale la dottrina è giunta a superare la tesi dei diritti individuali per arrivare ad effettuare una distinzione tra (a) diritti soggettivi perfetti e (b) diritti sociali veri e propri: i primi sarebbero dei diritti individuali che rimangono esterni al fenomeno associativo, mentre i

¹⁰ Il riferimento corre a A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, *passim*.

¹¹ *Ex multis* F. SANTORO-PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 2012, 236, ove si ricorda come, a norma dell'art. 1372 c.c., il negozio non possa "intaccare la sfera giuridica di un soggetto" che vi sia estraneo. Detto principio è posto alla base della regola unanimistica prevista per le modifiche ai patti sociali delle società di persone, art. 2252 c.c., come osservato da G. MARASÀ, *op. cit.*, 100.

¹² V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1960, *passim*.

secondi non assumerebbero mai detta qualifica, pur sussistendo in rari casi delle posizioni individuali degli azionisti insuscettibili di modifiche da parte della maggioranza, poiché connesse alla «struttura base» della società azionaria. Si osservi, tuttavia, come una certa dottrina abbia rilevato che i diritti di categoria non appartengono né alla prima, né alla seconda delle specie di cui sopra, in quanto sono diritti dei quali le stesse norme di legge – osservando una particolare procedura – ammettono la modifica¹³.

4. I gruppi di azionisti portatori d'interessi all'interno dell'assemblea

Alla luce di quanto esaminato, si deve osservare come la compagine sociale sia costituita da una moltitudine di soggetti diversi tra loro e portatori, proprio in virtù di questa eterogeneità, di interessi distinti. È questa la tematica della «frammentazione» dell'interesse sociale: si è osservato, a tal proposito, come sia possibile rilevare la presenza di una dialettica permanente all'interno dell'organizzazione societaria, sviluppata anche in ragione del carattere conflittuale dei rapporti tra gli azionisti e delle loro istanze, che conduce alla formazione dell'interesse predetto.

È dato constatare come lo sviluppo dell'organizzazione societaria in senso dinamico e la previsione di alcune norme abbiano fatto sorgere dei gruppi di azionisti portatori d'interessi particolari all'interno dell'assemblea dei soci.

La tematica pare connessa a quella delle categorie di azioni e delle assemblee speciali di cui all'art. 2376 c.c.¹⁴, potendosi ritenere che, almeno in via generale, gli azionisti titolari della medesima categoria di azioni siano portatori di interessi tra loro omogenei.

¹³ C. COSTA, *Le assemblee speciali*, in *Tratt. Colombo-Portale*, III, Torino, 1993, 514, il quale ritiene che il principio del mantenimento degli equilibri originari assume un "carattere relativo" e soccombe davanti al "potere di autoorganizzazione della società e dei suoi organi".

¹⁴ In tema di assemblee speciali v. A.A. AWWAD, *I «diritti di voto e di partecipazione» fra recesso e assemblee speciali*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, 312; A. BARTALENA, *Le azioni con prestazioni accessorie come «categoria» di azioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I, 199; G. BONFANTE, *Assemblea speciale nella cooperativa con diverse categorie di soci*, in *Società*, 1991, 1475; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, Diritto delle società*, II, Torino, 2010, 209; E. CIVERRA, *Approvazione da parte degli azionisti di risparmio di deliberazioni sociali*, in *Società*, 2003, 863; C. COSTA, *Le assemblee speciali* cit., 501; R. COSTI, *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giur. comm.*, I, 1990, 563; G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 2015, 319; F. D'ALESSANDRO, *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giur. comm.*, I, 1990, 563; C. FORMICA, in *Il nuovo diritto delle società, Commento sistematico al D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 aggiornato al D.lgs. 28 dicembre 2004, n. 310*, Maffei Alberti (a cura di), Padova, 2005, 161; G. FRÈ, sub art. 2376, in *Comm. c.c. Scialoja Branca*, Bologna-Roma, 1982, 386; F. GALGANO, *La società per azioni*, Padova, 1984, 149; C.F. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 779; P. GROSSO, *Il «diritto al rango» di più categorie di azioni*, in *Società*, 1993, 1322; B. LIBONATI E P. FERRO-LUZZI, *Categorie di azioni e aumento del capitale con emissione di sole azioni ordinarie*, in *Riv. dir. comm.*, 1990, 703; A.M. LEOZAPPA, *Contributo allo studio delle assemblee speciali*, in *Riv. dir. comm.*, 1995, 371; F. MAINETTI, *Brevi considerazioni in tema di azioni di risparmio, assemblee speciali ed invalidità della fusione*, *Riv. dir. comm.*, 1996, 91; B. MASSELLA DUCCI TERI, *Il decreto competitività: prime riflessioni su voto plurimo e loyalty shares all'italiana*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, 465; A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali* cit., *passim*; M. NOTARI, sub art. 2376, in *Comm. alla riforma delle società diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari*, Milano, 2008, 249; G.B. PORTALE, *«Uguaglianza e contratto»: il caso dell'aumento del capitale sociale in presenza di più categorie di azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1990, 771; F. PICONE, *Diritti diversi e categorie di azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, 755; L. PURPURA, *Assemblee speciali e pregiudizio rilevante ai diritti di una categoria di azioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2004, 579; A. RENNA, *Appunti in tema di conflitto di interessi e assemblee speciali*, in *Società*, 2006, 1095; G.A. RESCIO, *Assemblea dei soci e patti parasociali*, in *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 2012, 189; M. STELLA RICHTER jr, *Aumento di capitale*

L'art. 2376 c.c. prevede un importante presidio di tutela delle azioni di categoria, stabilendo che le deliberazioni dell'assemblea che pregiudicano i diritti delle medesime debbono essere approvate dall'assemblea speciale degli azionisti della categoria interessata. Detta disciplina dev'essere coniugata (ma sul punto si tornerà *infra*) con quella prevista agli artt. 2437 e ss. c.c. in tema di diritto di recesso, ove il legislatore consente al socio che non abbia concorso a deliberare assembleari di modifica dello statuto sociale di particolare gravità di ottenere la liquidazione della propria partecipazione: l'istituto rappresenta un significativo limite al potere della maggioranza di variare l'assetto organizzativo della società. Pertanto, il diritto di recesso rappresenta un importante strumento di tutela delle ragioni del socio, che si aggiunge ai rimedi di carattere ordinario che conducono alla invalidità della delibera e all'eventuale risarcimento del danno.

Ciò posto, anche in ragione degli strumenti di salvaguardia della partecipazione sociale, pare prospettabile l'individuazione di due classi d'interessi distinte: (i) da un lato, interessi che trovano forme di salvaguardia e disciplina normativa nel meccanismo dell'assemblea speciale (e a tutela dei quali non sorge il diritto di recesso)¹⁵, (ii) dall'altro, interessi privi di regolamentazione speciale da parte del legislatore, benché rimangano in ogni caso applicabili gli ordinari rimedi invalidatori o risarcitori (si pensi in particolare alla configurazione di fattispecie di conflitto di interessi o di abuso della maggioranza) e il diritto di recesso. In altri termini, da una parte si hanno le "categorie di azioni" e dall'altra le "categorie di azionisti"¹⁶: nelle prime la particolare situazione soggettiva dell'azionista non ha alcuna ricaduta sulla definizione della categoria, poiché la disciplina applicabile alle azioni di categoria deriva dalle previsioni dettate dalle norme di legge o dalle clausole dello statuto sociale; le seconde, invece, sono costituite da un gruppo di soci portatori di un interesse derivante dall'assunzione di caratteristiche soggettive, che sono comuni tra i medesimi e diverse rispetto a quelle di tutti gli altri soci. Si deve poi precisare che solo alcuni di questi gruppi sono caratterizzati dalla dotazione di diritti (ad esempio agli utili o al voto) parzialmente diversi, mentre altri ne sono privi.

Una categoria di azionisti può essere individuata, anzitutto, nelle seguenti fattispecie¹⁷:

con esclusione del diritto di opzione al servizio di prestito obbligazionario convertendo, emissione di sole azioni ordinarie e posizione degli azionisti di risparmio: un parere, in *Riv. not.*, 2015, I, 235; A. STAGNO D'ALCONTRES, sub art. 2376, in *Comm. c.c. Niccolini Stagno D'Alcontres*, Napoli, 2004, 541; L. ULISSI, *Le assemblee speciali*, in *Nuova giur. comm.*, 1996, II, 156; A. VICARI, *Gli azionisti nella fusione di società*, Milano, 2004, 185 e B. VISENTINI, *Azioni di società*, in *Enc. dir.*, IV, Milano, 1959, 967.

¹⁵ Si accoglie dunque la tesi per cui la norma dell'art. 2376 c.c. è dettata a tutela degli azionisti, in quanto realizza un procedimento di formazione della volontà sociale e in tal modo costituisce un limite al potere dell'assemblea generale, v. C. COSTA, *Le assemblee speciali* cit., 504.

¹⁶ R. CUGNASCO, *La maggiorazione del dividendo nelle società quotate*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 939; N. DE LUCA, *Premi di fedeltà ed eguaglianza tra azionisti: riflessioni sull'art. 127-quater t.u.f.*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 23; G.A. RESCIO, *Clausole di maggiorazione del dividendo nell'evoluzione del sistema delle società azionarie*, in *Studi in onore di G.E. Colombo*, Torino, 2011, 278 e A. SACCO GINEVRI, *L'attribuzione di diritti particolari agli azionisti di lungo termine in una prospettiva comparata*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 231. Ma tradizionalmente l'ammissibilità della figura in parola è stata negata, v. M. LIBERTINI-A. MIRONE-P. SANFILIPPO, sub art. 2348, in *Comm. romano al nuovo diritto delle società*, II, Padova, 2011, 245 e A. MIGNOLI, *La nozione di categoria e le categorie di azioni a' sensi degli artt. 2348 e 2376 cod. civ.*, in *Riv. dir. comm.*, 1953, I, 449.

¹⁷ Cfr. G.A. RESCIO, *Tetti di voto, tetti di partecipazione*, in *Riv. dir. soc.*, 2016, 294 e ss. in cui l'a. sviluppa la Relazione al convegno di studi «Principio capitalistico. Quo vadis?» organizzato dall'Associazione G.F. Campobasso, Pescara, 5-6 giugno 2015.

- (i) dividendo maggiorato (art. 127-*quater* TUF),
- (ii) voto maggiorato (art. 127-*quinquies* TUF) e
- (iii) voto contingentato o scaglionato (art. 2351 c.c.).

Le fattispecie di cui ai nn. (i), (ii) e (iii) sono previste espressamente dal legislatore e la loro rilevanza deriva dalle norme che ne contengono la disciplina; si è osservato che in tali ipotesi “il legislatore cessa di adoperare le categorie di azioni come strumento di tutela di interessi omogenei di gruppi di soci in contrapposizione ad altri e direttamente permette la rilevanza, per scelta statutaria, di tali interessi”¹⁸.

È inoltre possibile individuare delle ulteriori fattispecie, quali ad esempio quelle formate da:

- (iv) azionisti dotati di particolari qualifiche professionali o personali, (v) dipendenti della società o del gruppo di appartenenza (art. 2349 c.c.),
- (vi) azionisti “stabili”, “consumatori” in senso lato o residenti nei territori in cui opera la società,
- nonché (vii) investitori istituzionali e i fondi sovrani.

Nelle ipotesi predette è peraltro ammissibile la previsione, nello statuto sociale, di regole organizzative per disciplinare tali categorie, che potrebbero anche ricalcare la disciplina dell'assemblea speciale di cui all'art. 2376 c.c., così determinandone l'applicazione¹⁹.

Tanto premesso, delineata la sussistenza di interessi di gruppi di azionisti in contrapposizione non sempre espressamente regolati dal legislatore (o, su specifica autorizzazione di legge, dallo statuto sociale), occorre interrogarsi, su una serie di problematiche conseguenti a questa affermazione.

L'interprete si può domandare, anzitutto, se sussista una rilevanza giuridico-economica delle predette “categorie di azionisti”; inoltre, si pone l'interrogativo circa l'ammissibilità dell'attribuzione mediante previsione statutaria di diritti in loro favore; e, infine, occorrerebbe accertare quale disciplina sia applicabile alle fattispecie in parola, ivi comprese le forme di tutela degli interessi di categoria.

È stato sostenuto che la categoria di azionisti possa costituire “un lecito e più diretto strumento (alternativo alle categorie di azioni) di aggregazione degli interessi contrattualmente rilevanti” e meritevoli di protezione, pur permanendo dubbi sulla sufficienza di singoli requisiti – di carattere soggettivo degli azionisti e non espressi dalle norme – ad attribuire rilevanza giuridica e meritevolezza ad un certo gruppo²⁰.

Una ricaduta applicativa delle considerazioni ora svolte si manifesta nella previsione di un tetto di voto parziale (che quindi non vale per tutte le azioni che esprimono il voto e per tutti gli azionisti, ma i soggetti cui si rivolge sono determinabili) per il quale i destinatari siano stati individuati in forza della loro appartenenza ad una categoria di

¹⁸ G.A. RESCIO, *Tetti di voto, tetti di partecipazione* cit., 294 e ss.

¹⁹ In questo senso R. CUGNASCO, *op. cit.*, 941.

²⁰ G.A. RESCIO, *Tetti di voto, tetti di partecipazione* cit., 294 e ss.

azionisti²¹, sicché in tali fattispecie la presenza di detta categoria avrebbe in tal modo rilevanza giuridica.

5. L'orientamento della Commissione società del Consiglio Notarile di Milano

Una risposta al secondo interrogativo prospettato viene offerta dalla massima n. 184 della Commissione società del Consiglio Notarile di Milano. Con una affermazione di sicuro impatto e di rilevante novità nel nostro panorama giuridico, la predetta Commissione ritiene “... *legittime le clausole statutarie di s.p.a. mediante le quali, senza dar vita a una categoria di azioni ai sensi dell’art. 2348 c.c., vengono attribuiti diritti diversi in dipendenza di circostanze relative al singolo socio, astrattamente riferibili al socio non determinato ...*”.

L'orientamento notarile in esame espone una serie di argomentazioni, a suffragio della propria tesi, meritevole di riflessione e che pare opportuno ripercorrere. Nella parte relativa alla motivazione della massima, ricorda come le società per azioni siano caratterizzate dal principio di uguaglianza delle azioni, in quanto tutte le azioni “conferiscono ai loro possessori uguali diritti”, a norma dell’art. 2348 c.c.

Tale principio è però derogabile attraverso la creazione di categorie di azioni, ciascuna delle quali è caratterizzata da uno o più diritti diversi rispetto alle altre, come espressamente stabilito al co. 2 dell’articolo ora citato: le azioni dotate di diritti diversi, che costituiscono la categoria, sono oggettivamente individuate in virtù dello statuto sociale e attribuiscono detti diritti a prescindere dalla persona del titolare.

Il legislatore del codice civile, tuttavia, prevede la facoltà per lo statuto sociale di attribuire diritti diversi non solo ad azioni individuate a priori, bensì anche agli azionisti che si trovino in determinate condizioni.

Il riferimento corre alle norme degli artt. 2351, co. 3, c.c., 127-*quater* et *quinquies* TUF²²: la prima consente la previsione di una limitazione al diritto di voto “in relazione alla quantità delle azioni possedute da uno stesso soggetto”, mentre le seconde permettono di attribuire una maggiorazione del dividendo e del diritto di voto a ciascuna azione detenuta dal medesimo azionista per un determinato periodo continuativo di tempo²³.

²¹ Sul punto v. G.A. RESCIO, *Tetti di voto, tetti di partecipazione* cit., 294 e ss., per il quale sarebbe ammissibile la previsione di un tetto di voto volto a limitare l’influenza di azionisti mossi da un intento speculativo a breve termine, ricalcando gli interessi sottesi alla previsione di cui all’art. 127-*quinquies* TUF e in ogni caso permarrebbe il limite dell’art. 2351, co. 2 c.c., applicabile analogicamente alla fattispecie in esame.

²² Si è osservata, per effetto delle predette norme, una divaricazione tra l’entità della partecipazione azionaria e il potere accordato al titolare della stessa così tramontando, almeno sul piano del rapporto tra struttura finanziaria e principio maggioritario, l’idea di una maggioranza per così dire spontanea, in passato garantita dal principio “*one share - one vote*”, espressione della c.d. democrazia assembleare. Sulla rilevanza del principio “*one share - one vote*” in ambito comunitario e sulla comparazione tra normativa europea e legislazione statunitense G. FERRARINI, «Un’azione - un voto»: un principio europeo?, in *Riv. soc.*, 2006, 24 ss., ove è negato che la correlazione tra rischio e potere possa divenire uno strumento di armonizzazione del diritto societario europeo; critico nei confronti degli ultimi interventi di ridimensionamento del suddetto principio è F. DENOZZA in *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell’OPA*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 236.

²³ Cfr., in riferimento alle c.d. azioni fidelizzate, N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, in *giustiziacivile.com*, 9, ove si afferma la legittimità di “condizioni riferite a profili soggettivi inerenti al titolare delle azioni”;

Come anticipato, in tali fattispecie, l'attribuzione di diritti "diversi" non dà luogo alla creazione di categorie di azioni, poiché tutte le azioni in cui è suddiviso il capitale sociale sono astrattamente destinatarie della medesima regola e sono suscettibili di una limitazione del diritto di voto o di un beneficio della maggiorazione del dividendo o del diritto di voto in virtù di circostanze che attengono alla persona del socio che detiene le azioni, che pertanto si potrebbero ritenere "soggettive"²⁴.

La tecnica giuridica di attribuzione di diritti diversi in favore dei soci della s.p.a. diverge in maniera significativa dall'istituto dei diritti particolari, ammissibili nella s.r.l. ove riconosciuti dall'atto costitutivo a favore di singoli soci, a norma dell'art. 2468, co. 3, c.c. Com'è noto, in tale fattispecie, il diritto particolare è attribuito ad un determinato e individuato socio, a prescindere dal verificarsi di specifiche caratteristiche che lo riguardino e che possano riguardare anche altri membri della compagine sociale (pur non essendo escluso, tuttavia, che il diritto particolare venga attribuito ad un determinato socio subordinatamente alla condizione che egli acquisti o mantenga una determinata caratteristica soggettiva)²⁵.

A ben vedere, un orientamento notarile ha ritenuto ammissibile l'attribuzione di diritti particolari nella s.r.l. anche a favore di soci individuati per l'appartenenza a categorie omogenee²⁶: tale impostazione non risulta, tuttavia, applicata dalla prassi notarile negli

ID., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 248; E. BARCELLONA, sub artt. 2351, c. 4, c.c. e 127-sexies TUF, in *La società per azioni. Codice civile e norme complementari diretto da Abbadessa-Portale*, Milano, 2016, 587, il quale fa riferimento a "caratteristiche soggettive del socio, quali la continuità del «possesso» delle azioni per un certo periodo di tempo" per l'attribuzione del diritto di voto; M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: note sul tema*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 277, per la legittimità di una clausola statutaria che assegni un dividendo maggiorato subordinatamente alla condizione della continuità del possesso; G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nella società per azioni*, Milano, 2007, 110; M. FERRARI, *Il principio di proporzionalità negli aspetti patrimoniali dell'investimento societario*, Tesi di dottorato in Diritto Commerciale Interno e Internazionale con sede in Università Cattolica di Milano, ciclo XXVII, 2015, 51 e ss.; G.P. LA SALA, *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, 2011, 92; M. LIBERTINI, *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 246; P. MONTALENTI, *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 224; M. STELLA RICHTER jr, *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 104 e G.A. RESCIO *Tetti di voto, tetti di partecipazione cit.*, 294 e ss.

²⁴ Sul punto v. N. ABRIANI, sub art. 2351, in *Il nuovo diritto societario. Commentario diretto da Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti*, Bologna, 2004, 316; A. ANGELILLIS – M.L. VITALI, sub art. 2351, in *Comm. alla riforma delle società diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari*, Milano, 2008, 429; G. D'ATTORRE, *op. cit.*, 118, per l'ammissibilità delle condizioni soggettive nonostante si configuri "una parziale deroga al principio della unidirezionalità dei rapporti tra azioni e possessore di azioni, nel senso che in questi casi la situazione giuridica del socio non è determinata unicamente in virtù delle azioni possedute, ma risente anche della particolare condizione soggettiva del possessore"; G.P. LA SALA, *op. cit.*, 86, il quale pare negare la legittimità delle condizioni c.d. soggettive posto che "la rappresentazione della partecipazione sociale in azioni, come connotato essenziale ed ineliminabile del tipo, implica la necessaria rappresentazione oggettiva dei suoi elementi costitutivi"; A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, 1295, che all'autonomia statutaria nella individuazione del tenore della condizione riconosce uno spazio ampio, ma soggetta dal limite della buona fede; e Massima n. 144 – 19 maggio 2015 del CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, in *Consiglio Notarile di Milano. Massime notarili in materia societaria*, Milano, 2018, 643 e in *consiglionotarilemilano.it*, ove si afferma che il diritto di voto può essere condizionato a "situazioni «soggettive» legate al titolare delle azioni".

²⁵ Cfr. Massima n. 39 – 19 novembre 2004 del CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, in *Consiglio Notarile di Milano. Massime notarili in materia societaria*, Milano, 2018, 165 e in *consiglionotarilemilano.it*.

²⁶ Massima I.I.9. Individuazione dei soggetti a cui sono attribuibili diritti particolari – 1° pubbl. 9/04 del COMITATO TRIVENETO DEI NOTAI, in *Orientamenti del Comitato Triveneto dei notai in materia di atti*

statuti sociali della s.r.l., ove si procede nella quasi totalità dei casi all'individuazione del socio titolare del diritto particolare attraverso l'indicazione delle sue generalità, potendosi ricordare come sia discusso se l'individuazione secondo le modalità in parola configuri un vero e proprio diritto particolare.

La Commissione milanese, invece, afferma la possibilità per lo statuto della s.p.a. e della s.r.l. di attribuire diritti diversi, mimando le modalità previste agli artt. 2351, co. 3, c.c. e 127-*quater et quinquies* TUF, in ragione delle condizioni soggettive relative al singolo socio, anche per ipotesi non espressamente previste dalle norme ora indicate.

In buona sostanza, è stato dettato il principio per il quale gli stessi diritti diversi che possono caratterizzare le categorie di azioni a norma dell'art. 2348 c.c. possano essere attribuiti agli azionisti che si trovino in determinate condizioni (e non già a una parte predefinita delle azioni), anche in riferimento al possesso delle loro azioni o in ragione di ulteriori situazioni riguardanti gli stessi soci.

Ripercorrendo la motivazione sottesa alla massima si rileva una disamina dell'art. 2351 c.c., che consente, al co. 2, la limitazione del diritto di voto e, al co. 4, l'attribuzione di un voto plurimo "al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative". La Commissione massime del Consiglio Notarile di Milano si è interrogata dunque sulla natura di queste condizioni, per giungere a distinguere tra quelle "oggettive" e quelle "soggettive": (i) le prime consistono in eventi di carattere "generale", che riguardano nello stesso modo e nello stesso momento tutte le azioni della categoria, (ii) le seconde concernono accadimenti o situazioni che riguardano soltanto uno o più soci, e in quanto tali possono riflettersi soltanto sui diritti delle azioni da essi possedute.

Mentre le prime sembrano pacificamente ammissibili, risulta controversa la legittimità delle seconde.

Muovendo da questa impostazione, si può affermare che la previsione di condizioni c.d. "soggettive" e non meramente potestative al ricorrere delle quali si manifesta una riduzione o un aumento del diritto di voto possa determinarsi sia (a) rispetto ad una categoria di azioni, sia (b) rispetto a tutte le azioni in circolazione: è legittima, infatti, la previsione per la quale (a) solo una parte predeterminata delle azioni sia destinataria della regola che comporta l'aumento o la diminuzione del diritto di voto, realizzandosi quindi una delle fattispecie di cui all'art. 2351, co. 2 e 4, c.c., ma anche quella per cui (b) ciò accada in riferimento a tutte le azioni emesse dalla società, suscettibili di alterazione del proprio diritto di voto al ricorrere della specifica condizione, come nei casi contemplati agli artt. 2351, co. 3, c.c. e 127-*quater et quinquies* TUF.

D'altra parte, la tesi della ammissibilità dell'introduzione anche nelle s.p.a. chiuse delle clausole che attribuiscono la maggiorazione del dividendo e del diritto di voto,

societari, Milano, 2019, 404 e in *notaitriveneto.it*, ove si riportano tra i vari prospettabili i seguenti esempi: "titolari di una determinata partecipazione di minoranza o di maggioranza, ... soci persone giuridiche, ... residenti all'estero o in determinati comuni, ... coloro che hanno compiuto una certa età o non l'hanno raggiunta, ... cittadini di un determinato stato".

analogamente a quanto previsto espressamente per le s.p.a. quotate agli artt. 127-*quater* et *quinquies* TUF, risulta maggioritaria in dottrina²⁷.

Si faccia però attenzione: se per le società quotate la maggiorazione del diritto di voto dettata all'art. 127-*quinquies* TUF è l'unica possibilità di deroga in aumento del voto al principio "*one share - one vote*", le società chiuse potranno invece liberamente determinare le diverse fattispecie di potenziamento del diritto di voto, anche in ragione di condizioni c.d. "soggettive", nel rispetto del limite (che, per così dire, sarebbe "verso l'alto") dell'art. 2351, co. 4, c.c. ove si prevede il rapporto massimo di 3 voti per ciascuna azione.

Sia le società quotate, sia le società chiuse saranno peraltro soggette al limite (che, per così dire, sarebbe "verso il basso") del co. 2, ultima frase del medesimo art. 2351 c.c., per il quale la previsione non può avere ad oggetto più della metà delle azioni emesse dalla società. Quest'ultima disposizione è valida, come noto, per qualsiasi ipotesi di limitazione del diritto di voto, alla luce del carattere generale della norma²⁸.

Ciò posto, la motivazione della massima n. 184 del Consiglio Notarile di Milano qui esaminata descrive alcune fattispecie in cui può porsi l'esigenza di differenziare i diritti sociali in virtù di condizioni c.d. "soggettive", alcune delle quali possono ritenersi già note nella prassi societaria, indicando non soltanto il numero delle azioni possedute dal medesimo socio e la durata della titolarità delle medesime, ma anche (a) le qualifiche professionali dell'azionista, (b) le sue caratteristiche personali (come, ad esempio, l'età), (c) la qualificazione giuridica del socio diverso dalle persone fisiche ed elementi più specifici, come il numero degli abitanti ove si tratti di azionisti enti pubblici territoriali.

Inoltre, si riporta, sempre a titolo esemplificativo, una breve disamina dei diritti sociali suscettibili di essere assegnati in presenza delle predette condizioni:

(a) è prospettabile l'attribuzione del diritto di prelazione esclusivamente ai soci che abbiano una determinata qualificazione professionale, connessa all'oggetto sociale o all'inquadramento della società in un determinato gruppo, ben potendosi prevedere che tale diritto sorga soltanto ove il terzo acquirente non possieda detta qualificazione professionale;

(b) analogamente, è considerata legittima una clausola statutaria in base alla quale un socio ha il diritto di alienare senza limitazioni le proprie azioni in dipendenza delle condizioni soggettive in cui versa, in quel determinato caso, il soggetto acquirente, ma paiono in generale ammissibili tutte le clausole limitative della circolazione delle azioni che

²⁷ Sul tema v. *ex multis* P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, I, Milano, 2015, 3; N. ABRIANI, *sub art. 2351*, cit., *passim*; C. CARIELLO, *Azioni a voto potenziato, «voti plurimi senza azioni» e tutela dei soci estranei al controllo*, in *Riv. soc.*, 2015, 164, cui si rinvia per ulteriori riferimenti storici e comparatistici; DE LUCA, *op. cit.*, 23; C. GUERRERA, *La scissione tra proprietà e voto nella s.p.a.: doveri, abusi, rimedi*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 191; G. GUIZZI, *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corr. giur.*, 2015, 153; G. SCOGNAMIGLIO-C. ANGELICI-P. MONTALENTI, *Interventi al seminario su Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche all'OPA*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 211 e M.S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Riv. soc.*, 2015, 134.

²⁸ Cfr. Massima n. 136 – 13 maggio 2014 del Consiglio Notarile di Milano, in *Consiglio Notarile di Milano. Massime notarili in materia societaria*, Milano, 2018, 589 e in consigionotarilemilano.it.

attribuiscano o neghino diritti agli azionisti o ai loro aventi causa, in virtù delle loro caratteristiche personali e in particolare dei loro rapporti di parentela o di affinità con altri soci;

(c) anche la determinazione della misura del diritto agli utili a seconda dell'età o della qualifica professionale del socio o di quella del diritto di liquidazione delle partecipazioni sociali per i casi di recesso o di riscatto derivanti dalla cessazione di condizioni personali dei soci, è da ritenersi ammissibile, purché siano rispettati i limiti minimi di cui agli artt. 2437-ter e 2473 c.c.²⁹;

(d) infine, relativamente alle società a partecipazione pubblica, potrebbe stabilirsi che la titolarità delle partecipazioni sia circoscritta ai soli enti pubblici territoriali di una determinata zona oppure che i diritti di voto e/o patrimoniali siano proporzionati al numero di abitanti di ciascun socio ente pubblico territoriale.

Alla luce di quanto esaminato, l'ultima parte della motivazione della massima oggetto della trattazione affronta il tema dei *quorum* per la deliberazione di introduzione di siffatte clausole statutarie. In linea di principio, non si presentano obiezioni alla constatazione per cui si tratti di una normale modificazione dello statuto sociale, come tale soggetta alla disciplina che consente alla maggioranza di alterare le regole organizzative delle società, secondo i *quorum* previsti dalla legge o dal medesimo statuto sociale per le assemblee straordinarie.

La regola della modificabilità con il voto della maggioranza è però soggetta ad una serie di limiti: (i) la conformità al principio di parità di trattamento tra i soci, (ii) il rispetto della buona fede e del divieto di abuso della maggioranza, nonché (iii) la tutela del diritto di *exit*.

(i) In prima battuta, si deve osservare il limite della parità di trattamento tra i soci: detto principio, come noto, risulta derogabile soltanto attraverso la manifestazione del consenso di tutti i titolari delle partecipazioni interessati dalla modificazione. In applicazione del principio in parola, da intendersi in maniera "oggettiva", secondo l'orientamento accolto dalla Commissione, tutte le partecipazioni sociali dovranno essere assoggettate, in via generale e a parità di condizioni, alle medesime nuove regole, essendo irrilevanti le condizioni "soggettive" in cui versano in quel momento i loro titolari. In altri termini, le azioni in cui è suddiviso il capitale sociale devono essere suscettibili di caratterizzarsi dei medesimi diritti, non essendo azioni di categoria a norma dell'art. 2348 c.c.

In presenza di categorie di azioni, invece, l'attribuzione di diritti diversi al ricorrere di condizioni soggettive potrebbe essere introdotta con riferimento a tutte le azioni di una determinata categoria, senza violazione del principio di parità di trattamento, ma restando ferma la necessità dell'approvazione dell'assemblea speciale ai sensi dell'art. 2376 c.c. delle categorie che da tale attribuzione subiscano un pregiudizio.

(ii) La deliberazione di modificazione dello statuto sociale deve avvenire nel rispetto del principio di buona fede e non deve verificarsi un abuso di potere da parte della maggioranza nei confronti della minoranza, a pena di annullabilità.

²⁹ Nella prassi anglosassone tali clausole statutarie darebbero luogo a situazioni di c.d. *bad leaver*, *medium leaver* o *good leaver*.

(iii) Infine, il terzo e ultimo limite (sia pure in senso lato), all'introduzione delle clausole in oggetto si riscontra nella possibile insorgenza del diritto di recesso, ove ne sussistano i diversi presupposti previsti dalla legge a norma degli artt. 2437 (in tema di s.p.a.) e 2473 c.c. (in tema di s.r.l.): come è stato osservato, non si tratterebbe propriamente di un limite, ma di un sistema di tutela che consente alla minoranza dissenziente di esercitare la facoltà di *exit* a fronte della scelta della maggioranza di modificare le regole organizzative, anche su aspetti rilevanti per la vita della società.

6. La s.p.a. personalistica

Dopo aver esaminato le argomentazioni a sostegno della tesi della legittimità dell'attribuzione di diritti in favore di una categoria di azionisti attraverso una clausola statutaria, è possibile domandarsi se possa riconoscersi una forma di tutela legale o convenzionale per detti soci.

Si pone quindi l'interrogativo sull'applicabilità analogica, nel silenzio del dettato statutario, della norma dettata per le assemblee speciali dall'art. 2376 c.c. alle categorie di azionisti in parola.

La risposta positiva consentirebbe, nel caso in cui i diritti vengano pregiudicati, di dotare le categorie di azionisti di uno strumento di salvaguardia incisivo, qual è quello dell'approvazione della delibera dell'assemblea generale, evitando l'invocazione della tutela del recesso³⁰.

In dottrina si è già osservato come, da un lato, la disciplina richiamata potrebbe applicarsi alle fattispecie in esame in quanto nelle categorie di azionisti ricorre l'esigenza di tutela di un interesse comune e contrapposto a quello di tutti gli altri soci (esattamente come nelle categorie di azioni), mentre dall'altro, non può evitarsi di rilevare come il legislatore abbia espressamente escluso l'applicazione dell'art. 2376 c.c. alle fattispecie degli artt. 127-*quater et quinquies* TUF (rispettivamente ai co. 4 e 5)³¹.

In buona sostanza, constatato che il legislatore non ha regolato le categorie di azionisti (né evidentemente ne ha previsto una particolare tutela), ma d'altra parte ne ha previsto l'ammissibilità e la rilevanza anche in ordine alle deliberazioni dell'assemblea della s.p.a., occorre individuare qualche presidio posto a salvaguardia delle ragioni dei medesimi, sicché diventerebbe fisiologico valutare la possibilità di applicare la disciplina dettata in tema di assemblee speciali.

Tuttavia, l'applicabilità analogica dell'art. 2376 c.c. alle categorie di azionisti deve essere argomentata sotto vari profili e a suffragio della medesima militerebbero una serie di ragioni.

Anzitutto, bisognerebbe ritenere che la norma in esame, pur trattando soltanto delle "diverse categorie di azioni", possa riferirsi anche alle categorie di azionisti: del resto, che la norma meriti di essere letta in modo estensivo è confermato da un noto orientamento notarile, per il quale – nonostante il legislatore parli dei soli strumenti finanziari "che

³⁰ A.A. AWWAD, *op. cit.*, 336, che definisce l'approvazione della delibera dell'assemblea generale "una tutela forte" e il recesso "una tutela debole".

³¹ G.A. RESCIO, *Tetti di voto, tetti di partecipazione cit.*, 294 e ss. e *contra* R. CUGNASCO, *op. cit.*, 941, per il quale si tratterebbe di una "improbabile e problematica ... forzatura del dato interpretativo".

conferiscono diritti amministrativi” – vi sarebbe l’obbligo di ricorrere all’assemblea speciale anche ove gli strumenti finanziari attribuiscono solo diritti patrimoniali³².

In secondo luogo, dal punto di vista normativo, le citate previsioni di cui agli artt. 127-*quater*, co. 4, *et* 127-*quinquies*, co. 5, TUF possono ritenersi eccezionali e, pertanto, non dovrebbero considerarsi espressione di un principio generale.

Inoltre, dal punto di vista sistematico, i membri della categoria di azionisti sembrano meritevoli di una tutela analoga a quella prospettata dal legislatore nell’art. 2376 c.c. in favore delle diverse categorie di azioni o degli strumenti finanziari che conferiscono diritti amministrativi³³, onde evitare che costoro subiscano pregiudizi ai propri diritti in ragione di una delibera adottata dalla maggioranza in assemblea generale.

Ciò posto, pare ritenersi ammissibile – in nome dell’ampia autonomia concessa dal legislatore – la previsione di una clausola dello statuto sociale che riproponga espressamente il medesimo meccanismo dell’art. 2376 c.c. a presidio delle ragioni degli azionisti di categoria: in tal maniera, dovrà ricorrersi all’approvazione delle delibere pregiudizievoli da parte dell’assemblea speciale degli stessi azionisti di categoria³⁴.

In considerazione di quanto esposto, anche a prescindere dalla discutibile applicabilità analogica della disciplina in tema di assemblee speciali alle categorie di azionisti nel silenzio delle norme statutarie, pare evidente come il rilievo delle caratteristiche soggettive del socio abbia assunto un importante peso all’interno della organizzazione corporativa della s.p.a., che dall’entità composta da “sacchi di denaro” – in quanto tali, indifferenti tra loro – pare profilarsi, alla luce dell’evoluzione rappresentata³⁵, quale tipo societario sensibile alla natura e alle caratteristiche delle persone dei soci.

7.1. Tecniche redazionali

A titolo esemplificativo, è possibile proporre alcuni modelli di clausole statutarie in tema di categorie di azionisti. Relativamente alle fattispecie delle *loyalty shares* e del diritto di prelazione in tema di s.p.a., si consideri quanto segue.

7.2. Diritto di voto maggiorato

Articolo ...

Diritto di voto maggiorato

1. Ciascuna azione ordinaria dà diritto a voto doppio (pertanto a due voti per ciascuna azione) ove sia soddisfatta la seguente condizione: il diritto di voto relativo a una

³² Massima H.J.3. Strumenti finanziari e assemblee speciali – 1° pubbl. 9/04 del COMITATO TRIVENETO DEI NOTAI, in *Orientamenti del Comitato Triveneto dei notai in materia di atti societari*, Milano, 2019, 239 e in *notaitriveneto.it*.

³³ Cfr. Massima n. 167 – 7 novembre 2017 del Consiglio Notarile di Milano, in *Consiglio Notarile di Milano. Massime notarili in materia societaria*, Milano, 2018, 805 e in *consiglionotarilemilano.it*.

³⁴ Nel senso della legittimità della “creazione statutaria di regole organizzative *ad hoc*” si esprime CUGNASCO, *op. cit.*, 941, che – come anticipato nella nota 31 – nega “un’applicazione estensiva ed analogica” dell’art. 2376 c.c. alle categorie di azionisti.

³⁵ Il tema è affrontato altresì da 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 con sede in Università degli Studi di Brescia, ciclo XXII, 2010, *passim*.

medesima azione sia appartenuto al medesimo soggetto in virtù di un diritto reale legittimante, quale piena proprietà con diritto di voto o usufrutto con diritto di voto dell'azione per un periodo continuativo di almeno ... (indicazione).

2. La società istituisce e tiene presso la sede sociale l'elenco cui devono iscriversi gli azionisti che intendano beneficiare della maggioranza del diritto di voto.

3. Al fine di ottenere l'iscrizione nell'elenco, il soggetto legittimato dovrà presentare apposita istanza. Nel caso di soggetti diversi dalle persone fisiche l'istanza dovrà precisare se il soggetto è sottoposto a controllo diretto o indiretto di terzi e i dati identificativi dell'eventuale controllante finale e della relativa catena di controllo.

4. La maggioranza può essere richiesta anche solo per parte delle azioni cui avrebbe diritto il titolare del diritto reale legittimante.

5. La società può adottare un regolamento che disciplini le modalità attuative del voto maggiorato.

6. Ciascun soggetto legittimato ai sensi del presente statuto sociale può, in qualunque momento, indicare ulteriori azioni per le quali richiedere l'iscrizione nell'elenco, mediante apposita richiesta ai sensi di quanto previsto dal presente articolo.

7. L'elenco è aggiornato a cura della società.

8. La società procede alla cancellazione dall'elenco nei seguenti casi: (a) rinuncia dell'interessato, (b) comunicazione dell'interessato comprovante il venir meno dei presupposti per la maggioranza del voto e (c) ... (indicazioni di ulteriori fattispecie).

9. La maggioranza del diritto di voto viene meno in caso di cessione a titolo oneroso o gratuito dell'azione che comporti la perdita del diritto reale legittimante, ivi compresa la costituzione di pegno, usufrutto o di altro vincolo sull'azione che comporti la perdita del diritto di voto.

10. La maggioranza del diritto di voto: (a) si conserva in caso successione a causa di morte, (b) si conserva in caso di fusione o scissione del titolare delle azioni a favore della società risultante dalla fusione o beneficiaria della scissione, (c) si estende proporzionalmente alle azioni di nuova emissione in caso di aumento di capitale a titolo gratuito.

11. La maggioranza del diritto di voto si computa anche per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale, ma non ha effetto sui diritti diversi dal voto spettanti in forza del possesso di determinate aliquote del capitale sociale.

7.3. Diritto di prelazione

Articolo ...

Diritto di prelazione

1. Nel caso che uno o più soci intendano alienare, con negozio oneroso o gratuito tra vivi, tutte o parte delle loro azioni ad altri soci o terzi estranei alla società e qualora i soci alienanti e/o i soci o terzi acquirenti non siano ... (indicazione di determinate

qualifiche soggettive), è riconosciuto in capo agli altri soci un diritto di prelazione, che li farà preferire, a parità di condizioni, nell'acquisto delle suddette azioni.

2. Al fine di consentire l'esercizio del diritto di prelazione, il socio trasferente dovrà inviare ai soci titolari del diritto di prelazione, almeno ... (...) giorni lavorativi prima della data in cui è previsto il perfezionamento del summenzionato trasferimento, una comunicazione scritta a mezzo lettera raccomandata A.R. contenente:

(i) i dettagli identificativi del potenziale cessionario (e degli eventuali titolari effettivi), ivi inclusa l'indicazione del relativo gruppo di appartenenza e/o controllante ultima;

(ii) il prezzo, i termini e le condizioni del summenzionato trasferimento;

(iii) la data e il luogo in cui è previsto il perfezionamento della cessione con prelazione.

3. Tale comunicazione ha valore di proposta contrattuale.

4. Entro ... (...) giorni lavorativi dalla data di ricevimento della comunicazione di cui sopra, a pena di decadenza, ciascuno del diritto di prelazione avrà il diritto (ma non l'obbligo) di esercitare il diritto di prelazione, inviando comunicazione in tal senso al socio trasferente a mezzo raccomandata A.R., informandolo della propria incondizionata decisione di voler esercitare il diritto di prelazione con riguardo a tutte e non meno di tutte le azioni oggetto della cessione secondo i termini e alle condizioni di cui all'offerta del potenziale cessionario (o del contratto sottoscritto dal potenziale cessionario).

5. Qualora più soci abbiano esercitato il diritto di prelazione, le azioni saranno suddivise tra i soci che abbiano validamente esercitato il diritto di prelazione entro il termine stabilito, in proporzione alla percentuale di capitale sociale da ciascuno di essi detenuta in quel momento.

6. Se il corrispettivo offerto dal potenziale cessionario per il trasferimento delle azioni non esiste o non è costituito esclusivamente da denaro, troveranno applicazione, mutatis mutandis, le previsioni di cui infra a beneficio dei titolari del diritto di prelazione che abbiano esercitato il diritto di prelazione, i quali avranno diritto di acquistare le azioni verso un corrispettivo in denaro determinato di comune accordo tra le parti.

7. Qualora non fosse raggiunto alcun accordo, il socio che abbia esercitato il diritto di prelazione potrà richiedere la nomina di un arbitratore al presidente dell'ordine dei dottori commercialisti nella cui circoscrizione la società ha la propria sede legale, dandone comunicazione all'organo amministrativo e al proponente entro il termine di ... (...) giorni lavorativi dal ricevimento della proposta.

8. L'arbitratore è nominato per determinare il prezzo di quanto è oggetto del proposto negozio traslativo, con esclusivo riferimento al valore effettivo della società alla data in cui l'organo amministrativo ha ricevuto la proposta del proponente.

9. Il proponente, ricevuta la comunicazione della decisione dell'arbitratore, può revocare la propria proposta dandone notizia all'organo amministrativo entro il termine di ... (...) giorni dal giorno di ricevimento della predetta comunicazione, a pena di decadenza della facoltà di revoca.

10. In caso di:

(a) revoca della proposta,

(b) conferma della proposta medesima

(c) o in mancanza di qualsiasi comunicazione da parte del proponente nel termine predetto,

l'organo amministrativo deve darne comunicazione, unitamente alla decisione dell'arbitratore, ai soci che hanno richiesto l'intervento dell'arbitratore.

11. I soci che abbiano esercitato il diritto di prelazione e il socio trasferente sono reciprocamente obbligati a perfezionare la compravendita delle azioni, entro ... (...) giorni lavorativi dal ricevimento da parte del socio trasferente della comunicazione di esercizio della prelazione.

12. In caso di esercizio del diritto di prelazione, ciascun socio interessato sarà obbligato a presentarsi nel luogo e alla data indicati nella comunicazione di prelazione per sottoscrivere ogni atto e documento, nonché compiere ogni attività e formalità necessari per perfezionare il trasferimento.

13. Qualora nessun socio abbia esercitato il diritto di prelazione in conformità al presente articolo, il socio trasferente avrà il diritto (ma non l'obbligo) di trasferire le azioni al potenziale cessionario entro e non oltre ... (...) giorni lavorativi decorrenti dalla data di scadenza del termine per l'esercizio della prelazione a condizione che il prezzo e gli altri termini e condizioni di tale trasferimento sia pari al prezzo e agli altri termini e condizioni indicati nell'offerta del potenziale cessionario (o nel contratto sottoscritto dal potenziale cessionario) allegato alla comunicazione di prelazione.

15. In caso di violazione del presente articolo, il trasferimento non sarà efficace ed opponibile nei confronti della società.

DIRITTO DI NOMINA DEGLI AMMINISTRATORI COME CATEGORIA SPECIALE

RICCARDO DE NAPOLI

DOTTORE DI RICERCA, UNIVERSITÀ CA' FOSCARI DI VENEZIA

SOMMARIO: 1. Le massime notarili – 2.1. I principi tradizionali in tema di nomina delle cariche sociali e il loro progressivo ripensamento – 2.2. La normativa precedente alla riforma e la posizione della dottrina tradizionale – 2.3. L'apertura ad un ripensamento dei suddetti principi ad opera della riforma – 3.1. Categorie di azioni e nomina degli amministratori: facoltà statutarie, limiti e disciplina residuale – 3.2. La categoria di azioni prive del diritto di voto – 3.3. La categoria di azioni a voto plurimo – 3.4. Le modalità di nomina delle cariche sociali in presenza di categorie di azioni – 3.5. La disciplina delle cariche sociali elette attraverso i diritti diversi – 3.6. La disciplina residuale in mancanza di una puntuale regolamentazione statutaria – 4. Il superamento dei principi tradizionali in tema di nomina delle cariche sociali e la rivoluzione del modello "tipico" della s.p.a.: un'evoluzione dettata dalla prassi per la prassi – 5. Tecniche redazionali.

1. Le massime notarili

Consiglio Notarile di Milano, Massima 142: Categorie di azioni e diritto di nomina di amministratori e sindaci

È legittima la clausola statutaria che attribuisce a una o più categorie di azioni, quale "diritto diverso" ai sensi dell'art. 2348 c.c., il diritto di nominare uno o più componenti del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale, o del consiglio di sorveglianza nel sistema dualistico.

Il numero degli amministratori, dei sindaci o membri del consiglio di sorveglianza nominabili da ciascuna categoria non deve necessariamente essere proporzionale al numero delle azioni della categoria medesima, né al numero dei voti ad esse spettanti, bensì può coincidere anche con la maggioranza o la totalità dei componenti dell'organo. Resta fermo il limite stabilito dall'art. 2351, comma 2, ult. frase, c.c., in forza del quale le azioni a voto "non pieno" (e pertanto anche quelle cui non spetta il diritto di nominare o di partecipare alla deliberazione di nomina di amministratori e sindaci) non possono comunque eccedere la metà del capitale sociale.

Il diritto di nomina rappresenta, di regola, un diritto da esercitare nell'ambito del procedimento decisionale dell'assemblea ordinaria, senza necessità di una autonoma e preventiva deliberazione dell'assemblea speciale di ciascuna categoria di azioni. È fatta

salva una diversa disposizione statutaria, con riferimento sia alle modalità e alle procedure mediante le quali viene esercitato il diritto di nomina, sia all'efficacia della nomina stessa.

Anche in mancanza di un'espressa previsione in tal senso, deve in ogni caso ritenersi assicurata all'assemblea ordinaria in seconda convocazione, con l'intervento anche di una sola azione dotata di diritto di voto, la possibilità di nominare e revocare tutti i componenti degli organi sociali, ai sensi dell'art. 2369, comma 4, c.c.

Agli amministratori, ai sindaci e ai membri del consiglio di sorveglianza nominati nell'esercizio dei diritti spettanti a una o più categorie di azioni si applicano le medesime norme previste per gli altri componenti dell'organo cui partecipano.

Consiglio Notarile dei Distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, Massima 47: Categorie di azioni a voto plurimo e nomina delle cariche sociali

È legittima la clausola dello statuto di una società per azioni non quotata con sistema tradizionale di amministrazione e controllo, che preveda la divisione del capitale in due distinte categorie di azioni, attribuendo a ciascuna di esse un diritto di voto plurimo sulle deliberazioni aventi ad oggetto, rispettivamente, la nomina degli amministratori e la nomina del collegio sindacale.

È legittima la clausola dello statuto di una società per azioni non quotata con sistema tradizionale di amministrazione e controllo, che riconosca a due distinte categorie di azioni il diritto di nominare, rispettivamente, la maggioranza (o la totalità) dell'organo di amministrazione e la maggioranza (o la totalità) dell'organo di controllo, purché ciascuna di tali categorie sia titolare della maggioranza dei diritti di voto esercitabili nelle deliberazioni aventi per oggetto, rispettivamente, la nomina degli amministratori e la nomina del collegio sindacale.

2.1. I principi tradizionali in tema di nomina delle cariche sociali e il loro progressivo ripensamento

Il modello di società per azioni disciplinato dal codice civile del 1942 faceva riferimento ad una fattispecie tipica “standardizzata”, che contrapponeva in maniera rigida due categorie di soggetti: soci e creditori¹.

Nell'idea originaria del legislatore, dunque, questi soggetti se, da un lato, avevano in comune la funzione di apportare fondi al perseguimento dello scopo sociale, dall'altro si distinguevano nettamente in relazione ai loro diritti rispetto alla gestione della società.

¹ Si faccia riferimento alla ricostruzione ad opera di F. GALGANO, *La società per azioni*, in ID. (diretto da), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, VII, Padova, 1988, 1 ss., il quale – dopo aver puntualizzato che “la società per azioni è, secondo la nozione che ne dà l'art. 2325 c.c., un tipo di società contraddistinto da due caratteri: l'uno risiede nella limitazione della responsabilità dei soci [...]; l'altro carattere, dal quale deriva il nome di questo tipo di società, consiste nella circostanza che le quote di partecipazione dei soci sono rappresentate da azioni” – individua quelli che sono i caratteri essenziali dell'istituto, dai quali emerge la distinzione netta tra soci e creditori: i primi, titolari del potere di nomina degli organi sociali e beneficiari di una responsabilità limitata al capitale; i secondi, estranei alla società ma gravati dal rischio di impresa. *Contra*, si veda P. SPADA, *Il tipo della società per azioni*, in *Tratt. Colombo-Portale*, IV, Torino, 1991, 4 ss., il quale mette in luce che l'ordinamento non definisce affatto cosa sia la società per azioni e non individua alcun modello che possa fungere da limite all'autonomia privata.

Quanto ai soci, infatti, – conferendo capitale di rischio destinato a essere eroso in caso di *mala gestio* – acquisivano il diritto alla gestione della società (seppur indirettamente, mediante l'esercizio del diritto a nominare le cariche sociali).

Quanto ai creditori, invece, – conferendo capitale di credito destinato ad essere restituito alla scadenza, a prescindere dall'andamento societario – nulla avevano a che fare con la gestione. La società, per loro, era semplicemente un debitore.

Una struttura sociale così delineata aveva comportato l'affermazione di due principi, i quali contribuivano a definire gli elementi essenziali del modello societario tradizionale: il principio della competenza dell'assemblea ordinaria dei soci alla nomina delle cariche sociali e, quale corollario, quello della proporzionalità tra apporto al capitale e peso del voto. Da un lato, infatti, i soci erano coloro che rischiavano di perdere quanto conferito a causa della gestione dell'impresa sociale; dall'altro lato, quindi, era ritenuto intangibile il loro diritto a determinare questa gestione – nominando le cariche sociali – in proporzione a questo rischio².

Tuttavia, le evoluzioni del modello legislativo hanno creato strumenti di investimento che partecipano all'attività sociale in vario modo, determinando un progressivo ripensamento della portata di questi principi e una assimilazione e commistione tra le posizioni di socio e creditore³. La categoria speciale oggetto di approfondimento – come si avrà modo di evidenziare – ha determinato un ulteriore passaggio, mediante la creazione di soci che non gestiscono la società.

2.2. La normativa precedente alla riforma e la posizione della dottrina tradizionale

Prima della riforma del diritto societario, intervenuta nel 2003⁴, era comune in dottrina l'affermazione dei citati principi della competenza dell'assemblea ordinaria in tema di

² In particolare, questi principi venivano affermati da A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, 114 ss. L'Autore, infatti, sulla base di un'interpretazione letterale degli artt. 2364, n. 2 e 2383 c.c., postulava l'esigenza che fosse necessariamente l'assemblea dei soci a nominare gli amministratori, in proporzione alla partecipazione di ciascuno.

³ Cfr. G. PRESTI, M. RESCIGNO, *Manuale di diritto commerciale*, 2019, Bologna, 415. Il primissimo intervento legislativo volto a creare una commistione dei ruoli di socio e creditore è senz'altro il d.l. 8 aprile 1974, n. 95, convertito con modificazioni dalla legge 7 giugno 1974, n. 216, recante "Disposizioni relative al mercato mobiliare ed al trattamento fiscale dei titoli azionari", il quale ha introdotto l'art. 2420-bis c.c. recante la disciplina di un particolare tipo di obbligazioni, dette convertibili: il titolare delle stesse, da un lato, è un creditore obbligazionario; dall'altro lato, però, avendo il diritto di diventare socio in futuro, acquisisce immediatamente alcune prerogative tipiche di quest'ultimo, prima tra tutte il diritto di opzione in caso di aumento oneroso del capitale sociale. Per un'analisi della legge introduttiva delle obbligazioni convertibili si faccia riferimento, tra gli altri, a V. BUONOCORE, *Le obbligazioni convertibili in azioni nella legge di riforma*, in *Giur. Comm.*, 1974, VI, 708 ss. e V. COLUSSI, *Le obbligazioni convertibili in azioni. L. 7 giugno 1974, n. 216*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, VI, 601 ss.

⁴ La sostanziale modifica del diritto societario italiano è intervenuta grazie al d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, recante la "Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366". Per un'analisi dei principali cambiamenti avvenuti in seguito alla riforma si vedano, tra tutti, G.F. CAMPOBASSO, *La riforma delle società di capitali e delle cooperative. Aggiornamento del diritto commerciale*, II, in *Diritto delle società*, Torino, 2003; B. IANNIELLO, *La riforma del diritto societario: guida sistematica e comparata alla nuova disciplina delle società*, Milano, 2003; A. BASSI, *La riforma del diritto societario: commento ai d.lgs. n. 5-6 del 17 gennaio 2003*, Torino, 2003.

nomina delle cariche sociali e della proporzionalità tra peso del voto e apporto al capitale⁵.

In particolare, gli Autori fondavano le proprie conclusioni sulla base degli artt. 2364, n. 2 e 2383 c.c., i quali attribuivano questa competenza all'assemblea senza alcuna distinzione e senza espresse possibilità di deroga⁶.

Da questo assunto veniva comunemente dedotto che l'unità del procedimento deliberativo e la proporzionalità tra apporto al capitale e peso del voto non fosse in alcun modo derogabile. L'affermazione di questi vincoli all'autonomia privata rendeva, di fatto, impossibile intervenire e modificare la disciplina legale in tema di nomina delle cariche sociali⁷.

La solidità di questa tesi, inoltre, era rafforzata dalla disciplina vigente in tema di categorie di azioni e diritto di voto: gli artt. 2348 e 2351 c.c. precedenti alla riforma, infatti, attribuivano prerogative ridotte e insufficienti a scalfire il rapporto tra soci e cariche sociali⁸.

Ciononostante, anche prima degli interventi riformatori, le conclusioni sin qui esposte non erano del tutto pacifiche: da un lato, la prassi statutaria riscontrava molteplici deroghe alla competenza assembleare in tema di nomina delle cariche sociali⁹ – le quali si

⁵ In particolare, il suddetto principio è stato affermato da G. MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956, 18 ss.; A. MIGNOLI, *op. loc. cit.*; C. SILVETTI, *Nomina di amministratori da parte di gruppi di soci nelle società di capitali*, in *Giur. it.*, 1970, I, 545 ss.; P. CATTANEO, *Nomina di amministratori e sindaci in deroga al principio maggioritario nelle società per azioni e a responsabilità limitata*, in *Temi*, 1970, 181 ss.; G. SCALFI, *Clausole particolari per la nomina degli amministratori di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1971, 40 ss.; G. CASELLI, *Problemi in tema di nomina degli amministratori di società per azioni*, in *Contr. e impr.*, 1989, I, 69 ss.; ID., *Vicende del rapporto di amministrazione*, in *Tratt. Colombo-Portale*, cit., 24 ss.; J.J. MENCIA, *La partecipazione della minoranza nella nomina degli amministratori di società per azioni: sulla possibilità di introdurre un sistema proporzionale di elezione*, in *Giur. Comm.*, 1993, I, 970 ss.; P.M. SANFILIPPO, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, Torino, 2000, 337 ss.

⁶ Così, A. MIGNOLI, *op. cit.*, 117: “Diritti speciali siffatti sarebbero incompatibili anzitutto con il principio fondamentale del nostro diritto azionario: il principio, cioè, che la nomina degli amministratori e dei sindaci spetta all'assemblea (artt. 2364, n. 2, 2383, 2400 c.c.), principio cui non si può derogare che nei casi tassativamente stabiliti dalla legge”.

⁷ Cfr. P. CATTANEO, *op. cit.*, 188; G. SCALFI, *op. cit.*, 48; G. CASELLI, *Problemi in tema di nomina*, cit., 85 ss.

⁸ L'art. 2348 c.c. precedente alla riforma, infatti, disponeva al suo secondo comma che “si possono tuttavia creare categorie di azioni fornite di diritti diversi con l'atto costitutivo o con successive modificazioni di questo”. La formulazione legislativa sembrava lasciare aperta la possibilità di creare categorie di azioni atipiche, come del resto ha sostenuto la dottrina prevalente, a partire da A. MIGNOLI, *op. cit.*, 99 ss.; tuttavia, relativamente alle limitazioni al diritto di voto, si riteneva che l'allora art. 2351, 2 comma, c.c. – il quale individuava delle azioni a voto limitato, ma solo nel caso in cui fossero privilegiate rispetto ai rapporti patrimoniali – precludesse alla possibilità di limitare le prerogative assembleari in mancanza di attribuzioni privilegiate in tema di utili. In particolare, in dottrina, M. BIONE, *Le categorie di azioni*, in *Tratt. Colombo-Portale*, II, Torino, 50 ss. e B. VISENTINI, voce «Azioni di società», in *Enc. Dir.*, IV, Milano, 1959, 983 ss., hanno evidenziato come, sotto la disciplina del previgente art. 2351 c.c., fosse preclusa qualsiasi categoria ampliativa del diritto di voto e fosse possibile una categoria limitativa solo se beneficiaria di un diritto agli utili maggiorato.

⁹ Si fa riferimento all'analisi degli statuti societari ad opera di U. BUZZI, *Azioni privilegiate e azioni speciali nella pratica statutaria*, in *Riv. soc.*, 1959, II, 892 ss. e S. PESUCCI PACCHI, *Gli amministratori di società per azioni nella prassi statutaria*, in *Riv. soc.*, 1974, 606 ss., i quali hanno evidenziato che fin da tempi risalenti si era sentita l'esigenza di differenziare il diritto al voto delle cariche sociali, pur in presenza di forti limitazioni legislative.

ponevano (secondo la dottrina tradizionale) in contrasto con i suddetti principi –; dall'altro lato, una parte della dottrina, seppur minoritaria, aveva avanzato l'idea di una deroga ai suddetti principi¹⁰.

2.3. L'apertura ad un ripensamento dei suddetti principi ad opera della riforma

Gli interventi del legislatore in ambito societario hanno progressivamente legittimato un ripensamento della portata dei principi oggetto di analisi e hanno attribuito all'autonomia statutaria la facoltà di incidere, da un lato, sulla proporzione tra partecipazione al capitale e diritto di nomina delle cariche sociali; dall'altro, sull'organo deliberativo che eserciti questa competenza.

La direzione dell'intervento del legislatore ha riguardato non tanto le prerogative dell'assemblea generalmente considerate – essendo rimasti invariati, in relazione agli aspetti in oggetto, gli artt. 2364 n. 2 e 2383 c.c. –, quanto l'ampliamento delle categorie di azioni e delle modalità statutarie di incisione sul diritto di voto.

In primo luogo, la riformulazione dell'art. 2348 c.c. – il quale stabilisce che la società “può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie” – ha confermato e potenziato l'atipicità delle categorie di azioni¹¹.

In secondo luogo, le modifiche all'art. 2351 c.c. hanno progressivamente facoltizzato un intervento dei soci sulla consistenza del diritto di voto: da un lato, prevedendone una limitabilità anche in mancanza di un qualsiasi ulteriore diritto patrimoniale; dall'altro lato, introducendo nel nostro ordinamento anche il voto plurimo¹².

¹⁰ In particolare, A.M. LEOZAPPA, *Nomina delle cariche sociali e categorie azionarie*, in *Giur. Comm.*, 1996, I, 813-814 – ponendo quale riferimento normativo a fondamento della sua tesi l'art. 2368, 1 comma, ultimo periodo, c.c., il quale dispone che “per la nomina delle cariche sociali lo statuto può stabilire norme particolari” – ha sostenuto che fosse possibile attribuire ad una categoria azionaria il diritto diverso di selezionare gli amministratori che poi saranno eletti dall'assemblea ordinaria. In questa fattispecie, infatti, “nel momento in cui [...] si mantiene in capo all'assemblea il potere di *optare* tra un numero di candidati la previsione del diritto di nomina si risolve essenzialmente nella previsione di un criterio di nomina. La nomina viene infatti a configurarsi come il risultato di una sequenza procedimentale che si articola in due momenti: quello della designazione, statutariamente posto in capo ai titolari di una determinata categoria azionaria, e quello di votazione, *ex lege* di spettanza dell'assemblea”. Si tratta di una prima apertura in dottrina la quale, tuttavia, prima delle riforme legislative del nuovo millennio, è rimasta sostanzialmente isolata.

¹¹ Come risulta dalla ricostruzione del tema delle categorie azionarie – sulla base del quadro normativo successivo alla riforma – ad opera di M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in *Liber Amicorum Campobasso*, I, Torino, 2006, 595, la formulazione legislativa, quasi ridondante, è stata opportuna, se non addirittura necessaria, poiché ha “contribuito a superare quella che, prima della riforma, poteva definirsi come una atipicità ‘solo apparente’ delle categorie speciali, espressamente ampliando il contenuto ‘potenziale’ della partecipazione azionaria a tutto ciò che non possa dirsi in contrasto con i limiti imposti dalla legge”. L'Autore evidenzia, conseguentemente, la necessità di individuare puntualmente i limiti imposti dalla struttura tipica della società per azioni, al fine di comprendere fino a che punto possa spingersi l'atipicità delle categorie.

¹² La prima modifica dell'art. 2351, c.c. – ad opera del citato d.lgs. n. 6/2003 – ha modificato il secondo comma, prevedendo (quasi) esplicitamente la possibilità di emettere azioni a voto limitato prive di qualsiasi privilegio dal punto di vista patrimoniale. La seconda modifica è intervenuta solo un decennio dopo – ad opera del d.l. 24 giugno 2014, n. 91, convertito con modificazioni dalla legge 11 agosto 2014, n. 116 – mediante modifica del quarto comma dell'articolo in oggetto, facoltizzando il voto plurimo fino ad un massimo di tre voti.

La combinazione di questi elementi – come si avrà modo di approfondire – ha comportato il superamento del rapporto predefinito tra soci e cariche sociali in relazione alla nomina: non sembrerebbe più configurabile un principio di competenza assembleare pienamente proporzionale¹³.

Tuttavia, non disciplinando direttamente la fattispecie, il legislatore ha affidato agli interpreti il compito di individuare i limiti e le modalità attraverso cui una società possa estromettere parte dei soci dalla nomina delle cariche sociali¹⁴.

Inoltre, il ripensamento di questi principi – come si avrà modo di evidenziare nei passaggi conclusivi – sembrerebbe aver comportato un definitivo superamento della distinzione tra soci e creditori, comportando la creazione di “ibridi” non solo in ambito di obbligazioni o strumenti finanziari, ma anche in relazione alle stesse azioni¹⁵.

3.1. Categorie di azioni e nomina degli amministratori: facoltà statutarie, limiti e disciplina residuale

Le massime oggetto di commento si occupano precisamente di individuare le varie fattispecie che si possono configurare alla luce delle novità in tema di categorie di azioni e diritto di voto, con particolare riguardo alla nomina degli amministratori e, in generale, delle cariche sociali di gestione e controllo.

Prima di analizzare i singoli aspetti, tuttavia, occorre esporre due premesse, le quali contribuiscono ad attribuire rilevanza alla ricostruzione della disciplina vigente.

In primo luogo, la variazione dei diritti di nomina delle cariche sociali a mezzo di categoria speciale ha acquistato una maggior rilevanza pratica alla luce delle modifiche intervenute in tema di patti parasociali: il legislatore della riforma, infatti, ha introdotto l’art.

¹³ Questa conclusione ha accolto i consensi della maggior parte della dottrina che si è pronunciata sul punto. In particolare – relativamente al quadro normativo precedente alla modifica del voto plurimo – N. ABRIANI, *Partecipazione azionaria, categorie di azioni e altri strumenti finanziari partecipativi*, in G. COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, IV, tomo I, *Le società per azioni*, Padova, 2010, 307, ha evidenziato che, pur permanendo una “volontà legislativa di preservare il rapporto tra proprietà e controllo”, è ammissibile una clausola societaria che attribuisca la nomina degli amministratori a coloro che abbiano almeno la maggioranza delle azioni. Successivamente alla modifica del 2014, U. TOMBARI, *Commento all’art. 2348 c.c.*, in M. CAMPOBASSO, V. CARIELLO, U. TOMBARI (a cura di), *Le società per azioni: codice civile e norme complementari*, I, Milano, 2016, 526, si è spinto ad affermare che “non sembra potersi dubitare che – in presenza ad esempio del 50% del capitale costituito da azioni senza voto – una categoria di azioni a voto plurimo con tre voti per ciascuna azione e rappresentativo del 12.5% più 1 azione del capitale sociale (in presenza, per il resto, di azioni ordinarie) esercita il ‘controllo di diritto’ sulla società e può conseguentemente nominare la maggioranza degli amministratori”.

¹⁴ In questo quadro normativo si è inserito il lavoro delle massime oggetto di commento (quella del Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Prato e Pistoia, n. 47/2014 e quella del Consiglio Notarile di Milano, n. 142/2015): le stesse sono intervenute successivamente all’ultima riforma in oggetto, quella del voto plurimo, al fine di individuare limiti e disciplina delle categorie in oggetto.

¹⁵ Cfr. G. PRESTI, M. RESCIGNO, *op. cit.*, 415: “L’evoluzione del sistema finanziario ha inciso su questo schema elementare congegnando, da un lato, azioni le cui caratteristiche appena ricordate sono escluse o attenuate [...]; dall’altro, obbligazioni il cui rendimento è parametrato all’andamento dell’impresa sociale. In definitiva, più che essere di fronte a una netta contrapposizione, si coglie una linea continua tra strumenti di partecipazione e strumenti di debito che rende difficile tracciarne con precisione il confine. La recente riforma ha assecondato tale linea di sviluppo della prassi finanziaria [...]. All’interno del concetto di “ibrido”, alla luce degli sviluppi normativi, si possono quindi inserire una vasta gamma di titoli partecipativi, tra cui le obbligazioni convertibili, le azioni con voto limitato e gli strumenti finanziari.

2341-bis c.c., il quale ha previsto una durata massima quinquennale delle convenzioni non statutarie dei soci. Conseguentemente, nel caso in cui si voglia incidere sul diritto di voto per una durata superiore, l'unica possibilità praticabile è proprio quella dell'utilizzo di categorie di azioni¹⁶.

In secondo luogo, il lavoro di massimazione dei Consigli Notarili ha assunto una rilevanza pratica maggiore alla luce dell'attenzione che questi studi pongono in relazione a quale sia la disciplina applicabile nel caso in cui gli statuti, nell'esercizio della autonomia privata dei soci, non disciplinino ogni possibile aspetto. Infatti, l'assenza di una disciplina legislativa puntuale determina, *a fortiori*, incertezze sulla ricostruzione della disciplina residuale. Spetta parimenti all'interprete, quindi, il compito di individuare quali siano le regole da applicare nel caso in cui i soci non predeterminino statutariamente ogni aspetto.

3.2. La categoria di azioni prive del diritto di voto

Come anticipato, la riforma del diritto societario del 2003 ha modificato l'art. 2351, 2 comma, c.c., attribuendo la facoltà allo statuto di creare "azioni senza diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti, con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative", purché il valore di tali azioni non superi "la metà del capitale sociale"¹⁷.

Questa apertura del legislatore ha attribuito all'autonomia privata la possibilità di emanare categorie di azioni prive del diritto di voto e, *a fortiori*, prive del solo voto riguardante la nomina degli amministratori o, eventualmente, di qualsiasi altra carica sociale¹⁸.

¹⁶ Cfr. M. NOTARI, *op. ult. cit.*, 611: "È proprio la nuova disciplina dei patti parasociali che funge da energico propulsore di questa 'migrazione' dal parasociale al sociale: è di immediata evidenza, infatti, che in tutti i casi in cui sussiste – in fatto e in diritto – l'alternativa tra il patto parasociale e la clausola statutaria, quest'ultima beneficia della possibilità di essere pattuita per l'intera durata della società, mentre il patto parasociale è ora soggetto al termine massimo quinquennale imposto in via inderogabile dal nuovo articolo 2341-bis, 1 comma, c.c.". Dello stesso autore v. anche *Le società e il nuovo diritto societario al termine del periodo transitorio*, in *Società*, 2005, I, 8.

¹⁷ Il tema delle azioni prive di diritto di voto, con particolare riferimento alla nomina delle cariche sociali, è stato approfondito dalla dottrina successiva alla riforma, e in particolare ad opera di M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2003, I, 549 ss.; ID., *Le società e il nuovo diritto societario al termine del periodo transitorio*, in *Società*, 2004, I, 4 ss.; N. ABRIANI, *Commento all'art. 2351 c.c.*, in G. COTTINO, G. BONFANTE, O. CAGNASCO, P. MONTALENTI (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004, 324 ss.; U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, 1090 ss.; A. STAGNO D'ALCONTRES, *Art. 2351 c.c.*, in G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES, *Società di capitali. Commentario*, I, Napoli, 2004, 303 ss.; M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit., 592 ss.; U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2007, 975 ss.; A. ANGELILLIS, M.L. VITALI, *Commento all'art. 2351 c.c.*, in M. NOTARI (a cura di), *Azioni*, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, 435 ss.; V. DONATIVI, *Strumenti di corporate governance nel rapporto tra fondi di private equity e PMI*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I, 217 ss.; C. PASQUARIELLO, *Commento all'art. 2351 c.c.*, in G. GRIPPO (a cura di), *Commentario delle società*, I, Torino, 2009, 344 ss.; N. ABRIANI, *Partecipazione azionaria, categorie di azioni e altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., 307 ss.; F. BONELLI, *Gli amministratori di S.p.a. a dieci anni dalla riforma del 2003*, Assago, 2014, 21 ss.

¹⁸ In senso favorevole a questa conclusione, tra gli altri N. ABRIANI, *op. ult. cit.*, 307. Tuttavia, in senso parzialmente contrario si veda A. STAGNO D'ALCONTRES, *op. cit.*, 305, il quale ritiene che una limitazione del voto in relazione alla nomina degli amministratori comporterebbe, indirettamente, "una forma di 'privilegio' relativo al diritto di voto rispetto alle azioni ordinarie; il che contraddirebbe il dettato normativo".

L'esercizio di questa opzione (senza ulteriori variazioni nell'assetto societario), conseguentemente, determinerà effetti ben precisi in tema di *governance* societaria: da un lato, vi sarà una categoria speciale con il voto escluso, che non potrà superare la maggioranza del capitale sociale; dall'altro, le altre azioni acquisiranno a loro volta un carattere di specialità, in quanto avranno il diritto a nominare la totalità degli amministratori e delle altre cariche sociali pur avendo apportato solo la metà del capitale di rischio¹⁹.

In questa fattispecie l'unico limite è rappresentato dalla circostanza che le azioni a voto limitato non possono superare la metà del capitale; quelle a voto pieno, quindi, saranno necessariamente almeno la metà²⁰.

3.3. La categoria di azioni a voto plurimo

Per arrivare ad individuare una vera e propria categoria di azioni cui viene attribuito un diritto speciale di nomina in positivo (e non semplicemente come conseguenza della privazione del diritto altrui) è stata necessaria la modifica dell'art. 2351, 4 comma, c.c., mediante la quale si è eliminato dall'ordinamento il divieto di voto plurimo. L'articolo in oggetto, infatti, dispone che "lo statuto può prevedere la creazione di azioni con diritto di voto plurimo", purché a ciascuna venga attribuito "un massimo di tre voti"²¹.

Si tratta di una previsione legislativa che – se posta in relazione al voto relativo alla nomina degli amministratori – attribuisce all'autonomia privata la possibilità di incidere in differenti modi sulla *governance* societaria.

In primo luogo, può essere utilizzata esclusivamente la categoria a voto plurimo,

Tuttavia, questa posizione contraria può dirsi ormai superata alla luce dell'abrogazione del divieto di voto plurimo.

¹⁹ Cfr. N. ABRIANI, *op. ult. cit.*, 308-309, nota 265.

²⁰ Si consideri, ad esempio, una s.p.a. il cui capitale sia suddiviso in 100 azioni, delle quali 50 siano appartenenti ad una speciale categoria priva del diritto di voto in relazione alla nomina degli amministratori. In questa fattispecie, colui che sia titolare di 26 azioni a voto pieno sarebbe in grado di nominare la maggioranza o la totalità degli amministratori.

²¹ La riforma del legislatore in tema di voto multiplo ha catturato l'attenzione di autorevole dottrina; in particolare, si segnalano i contributi di P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in AA. VV., *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, I, Milano, 2015, 3 ss.; M.S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Riv. soc.*, 2015, II, 134 ss.; N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggioranza del diritto di voto degli azionisti fedeli*, in *giustiziacivile.com*, "approfondimento" del 29 settembre 2014; V. CARIELLO, *Azioni a voto potenziato, "voti plurimi senza azioni" e tutela dei soci estranei al controllo*, in *Riv. soc.*, 2015, II, 164 ss.; G. GUIZZI, *La maggioranza del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corr. giur.*, 2015, 153 ss.; C. TEDESCHI, *Le azioni a voto plurimo e la maggioranza del diritto di voto*, in *Le Società*, 2015, 1073 ss.; M. LAMANDINI, *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, in *Giur. Comm.*, 2015, III, 491 ss.; M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema*, in *Giur. Comm.*, 2015, II, 266 ss.; A. GENOVESE, *Introduzione delle azioni a voto plurimo e recesso*, in *Riv. dir. soc.*, 2015, IV, 789 ss.; C.F. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, in *Giur. Comm.*, 2015, I, 779 ss.; U. TOMBARI, *Le azioni a voto plurimo*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, 583 ss.; P. MONTALENTI, *Voto maggiorato e voto plurimo: prime riflessioni*, in *Il nuovo dir. soc.*, 2015, 9 ss.; G. LAMBERTI, *Le azioni a voto plurimo e i "quorum" assembleari*, in *Il nuovo dir. soc.*, 2017, 1109 ss.; E. RATTI, *Il superamento del principio "un'azione-un voto": azioni a voto plurimo e azioni a voto maggiorato*, in *Il nuovo dir. soc.*, 2017 573 ss.; G. MIGNONE, *Non linearità del rapporto fra risparmio nell'investimento e voto doppio o triplo nella società per azioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, 478 ss.; L. SCHIUMA, *Azioni a voto plurimo e maggioranza del voto: considerazioni d'ordine sistematico e ricadute sulla configurazione capitalistica della s.p.a.*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 317 ss.

attribuendo a parte dei soci un voto sulla nomina che valga il triplo di quello degli altri soci. In questo modo la maggioranza delle cariche sociali verrà eletta da una minoranza dei soci, potendo incidere sul rapporto di proporzionalità fino all'attribuzione della nomina ai soci che detengano più di un quarto delle azioni²².

In secondo luogo, può essere combinata la categoria di azioni a voto plurimo con quella a voto escluso, determinando una tripartizione delle posizioni dei soci: in parte detentori di azioni a voto plurimo, in parte di azioni con diritto di voto "normale" e in parte di azioni a voto escluso.

In questa fattispecie si ricorda che gli unici limiti previsti sono, da un lato, il voto plurimo non superiore a tre; dall'altro lato, le azioni a voto escluso che non possono superare la metà del capitale. Il rapporto di proporzionalità, rispettando i suddetti limiti, può quindi essere superato fino all'attribuzione del diritto di nomina delle cariche sociali ai soci che detengano solamente più di un ottavo del capitale sociale²³.

3.4. Le modalità di nomina delle cariche sociali in presenza di categorie di azioni

Relativamente al luogo in cui debba avvenire la nomina degli amministratori, in mancanza di una disciplina legale, si pone il problema di valutare la legittimità di una eventuale previsione di assemblee speciali relative alle singole categorie.

In relazione a questo aspetto, precedentemente alla riforma – in conformità ai principi affermati dalla dottrina della competenza dell'assemblea ordinaria in tema di nomina delle cariche sociali e dell'unità del procedimento deliberativo²⁴ – l'unica conclusione ammissibile era che la nomina dovesse avvenire inderogabilmente all'interno della assemblea ordinaria²⁵.

Successivamente alla riforma, invece, si è ritenuto possibile superare il suddetto principio grazie alle novità normative in relazione agli strumenti finanziari: i vigenti artt. 2346 e 2351 c.c., infatti, se da un lato vietano che venga attribuito ai medesimi un diritto di voto esercitabile nell'assemblea generale dei soci, dall'altro possono essere beneficiari del diritto di nomina di un amministratore (il quale andrà esercitato, necessariamente, in un'assemblea differente). Alla luce di ciò, se ai titolari di strumenti partecipativi è attribuita la possibilità di esercitare il voto relativo alla nomina di una carica sociale in una assemblea separata, *a fortiori* la medesima possibilità deve essere attribuibile ai soci. Coerentemente

²² Si consideri, ad esempio, una s.p.a. il cui capitale sia suddiviso in 100 azioni, delle quali 26 siano appartenenti ad una speciale categoria il cui voto ha un valore triplo rispetto alle altre in relazione alla nomina degli amministratori. In questa fattispecie, colui che sia titolare di queste 26 azioni di categoria speciale sarebbe in grado di nominare la maggioranza o la totalità degli amministratori.

²³ Si consideri, ad esempio, una s.p.a. il cui capitale sia suddiviso in 100 azioni, delle quali 13 siano appartenenti ad una speciale categoria il cui voto ha un valore triplo rispetto alle altre in relazione alla nomina degli amministratori, mentre 50 siano appartenenti ad una speciale categoria priva del diritto di voto in relazione alla medesima fattispecie. In questa circostanza, colui che sia titolare delle 13 azioni della categoria a voto plurimo sarebbe in grado di nominare la maggioranza o la totalità degli amministratori.

²⁴ Cfr. P. CATTANEO, *op. cit.*, 188; G. SCALFI, *op. cit.*, 48; G. CASELLI, *Problemi in tema di nomina*, cit., 85 ss.

²⁵ A questa conclusione era pervenuta anche la giurisprudenza precedente alla riforma, come risulta dall'analisi ad opera di N. ABRIANI, *Partecipazioni azionarie*, cit., 312. In particolare, i giudici di legittimità avevano escluso che fosse considerabile valida una clausola che relegava l'assemblea ordinaria ad una posizione di mera ratifica di atti vincolanti di altri organi deliberativi societari.

a queste conclusioni, la dottrina ha affermato che il procedimento possa essere liberamente rimodulato mediante i procedimenti a formazione progressiva più differenziati²⁶.

La massima milanese, inoltre, ha avuto il pregio di individuare quella che può considerarsi una soluzione nel caso di inattività di alcune assemblee speciali in sede di nomina delle cariche sociali: ai sensi dell'art. 2369, 4 comma, c.c., all'assemblea ordinaria di seconda convocazione deve sempre essere attribuita la possibilità di nominare tutte le cariche sociali. La *ratio* della suddetta norma, infatti, è quella di evitare un inaccettabile stallo dell'attività della società causato dall'inattività da parte di alcuni soci²⁷.

3.5. La disciplina delle cariche sociali elette attraverso i diritti diversi

Quanto alla disciplina degli amministratori eletti attraverso l'esercizio delle speciali prerogative attribuite ad alcuni soci, si è posto l'interrogativo se questi siano sottoposti ad una disciplina speciale, con particolare riferimento alla cessazione del loro incarico. In mancanza – anche in relazione a questo aspetto – di una disciplina legislativa, è necessaria nuovamente un'interpretazione integrativa; da questo punto di vista, si possono configurare due soluzioni.

Una prima opzione sarebbe quella di individuare una disciplina speciale, alla luce della differenza rispetto alla modalità di nomina, la quale non potrebbe non riverberarsi anche sulla prosecuzione del rapporto²⁸.

Una seconda opzione, forse preferibile, è quella di colmare la lacuna attraverso l'applicazione analogica dell'art. 2351, 5 comma, ultima parte, c.c., il quale – relativamente agli amministratori nominati dai titolari di strumenti finanziari – dispone che “si applicano le medesime norme previste per gli altri componenti dell'organo cui partecipano”²⁹.

Seguendo questa seconda soluzione – caldeggiata dalla massima milanese in oggetto – gli effetti pratici saranno due: da un lato, la disciplina sarà la medesima per tutti gli amministratori, con qualsivoglia modalità eletti; dall'altro lato, non sarà neppure concesso all'autonomia privata di differenziare la disciplina degli amministratori nominati

²⁶ *Ivi*, 313-314: “Lo statuto potrà liberamente regolare il procedimento di elezione delle cariche sociali, attribuendo all'assemblea speciale della categoria il potere di procedere direttamente alla *nomina*, con deliberazione immediatamente efficace, ovvero alla mera designazione dei componenti di sua spettanza, configurandone la deliberazione come il tassello iniziale di una fattispecie a formazione progressiva destinata a concludersi con la deliberazione dell'assemblea ordinaria degli azionisti”. In particolare, l'Autore perviene a queste conclusioni grazie ad un'interpretazione estensiva dell'art. 2542, 3 comma, c.c., in tema di società cooperative, il quale è stato inteso nel senso di consentire lo svolgimento di assemblee separate; sul tema si veda, in particolare, G. PRESTI, *Amministrazione e controllo nelle società cooperative*, in *Liber Amicorum Campobasso*, cit., 980 ss. e R. COSTI, *Il governo delle società cooperative: cune annotazioni esegetiche*, in *Giur. Comm.*, 2003, I, 242 ss.

²⁷ Si tratta, inoltre, di un criterio interpretativo volto a scongiurare l'operatività dell'art. 2484, 1 comma, n. 3, c.c., il quale – in caso di impossibilità di funzionamento o continua inattività dell'assemblea – statuisce lo scioglimento della società.

²⁸ Sembrerebbero percorrere questa prima soluzione, in dottrina, A. ANGELILLIS, M.L. VITALI, *op. cit.*, 422, anche se relativamente ad un aspetto particolare: nel diritto di nomina, infatti, sarebbe incluso anche il potere di revoca per giusta causa, il quale competerebbe non a tutti i soci, ma esclusivamente a quelli titolari del voto di nomina.

²⁹ Questa seconda soluzione è seguita dalla massima del Consiglio Notarile di Milano, che individua, quindi, nell'art. 2351, 5 comma, c.c., un precetto legislativo da applicare in analogia a tutte le fattispecie nelle quali vi siano cariche sociali elette con meccanismi speciali e derogatori.

mediante esercizio del “diverso diritto” della categoria azionaria rispetto a quella degli altri componendi del consiglio di amministrazione³⁰.

3.6. La disciplina residuale in mancanza di una puntuale regolamentazione statutaria

Come anticipato, il lavoro dell'interprete in relazione alle categorie in oggetto assume una notevole importanza anche rispetto all'esigenza di individuare una disciplina residuale, che si applichi in mancanza di diversa opzione esercitata dai soci. Normalmente, infatti, le regole in questione sono individuate dal medesimo legislatore mediante delle norme suppletive; nel caso in oggetto, tuttavia, – mancando qualsiasi disciplina legislativa – non vi è alcuna norma che espressamente si applichi in caso di mancata previsione statutaria.

In particolare, occorre chiedersi quale sia la disciplina applicabile per il caso in cui i soci non disciplinino il procedimento deliberativo: la massima del Consiglio Notarile di Milano, sul punto, afferma correttamente che la nomina avverrà all'interno dell'assemblea di tutti i soci (ordinaria). La ragione di questa conclusione, seppur non individuata dal Consiglio, sembrerebbe potersi dedurre dall'art 2376 c.c.: il legislatore, infatti, attribuisce alla competenza delle assemblee speciali delle categorie esclusivamente l'approvazione di decisioni sociali che pregiudichino i loro diritti. Ciò non preclude che alla medesima assemblea siano attribuite prerogative ulteriori; tuttavia, questo intento dovrà essere perseguito con una attribuzione espressa. Conseguentemente, la decisione di nomina di un amministratore, che sia attribuita alla categoria – in mancanza di una espressa disposizione statutaria che preveda l'esercizio del diritto in una assemblea speciale – dovrà essere esercitata nella sua sede naturale, ovverosia nella assemblea ordinaria³¹.

4. Il superamento dei principi tradizionali in tema di nomina delle cariche sociali e la rivoluzione del modello “tipico” della s.p.a.: un'evoluzione dettata dalla prassi per la prassi

Sulla base dei risvolti applicativi delle evoluzioni normative sin qui analizzate, sembrerebbe possibile sostenere il definitivo superamento dei principi affermati dalla dottrina tradizionale in tema di nomina delle cariche sociali e, in particolare, degli amministratori.

Quanto al principio della proporzionalità tra partecipazione del socio e peso del voto, infatti, il medesimo è superato alla luce del rinnovato art. 2351 c.c., il quale permette di creare categorie che scindono la partecipazione al capitale da quella alla gestione della società mediante l'esercizio del voto.

Quanto al principio della necessaria competenza dell'assemblea ordinaria all'esercizio del diritto di nomina degli amministratori, il medesimo è superato attraverso l'interpretazione sistematica degli artt. 2346 e 2351 c.c., i quali sembrerebbero legittimare la

³⁰ In particolare, il Consiglio Notarile, nella motivazione della massima, evidenzia che agli amministratori così nominati “si applicano, cioè, le medesime norme previste per gli altri componenti dell'organo cui partecipano – e così per quanto riguarda le modalità e le cause di cessazione – fermo restando che lo statuto può prevedere diverse tipologie di clausole e meccanismi per assicurare una determinata ‘composizione’ dell'organo in caso di cessazione di uno o più membri”. Si fa riferimento, con questa affermazione, non tanto a possibili differenziazioni per i soli amministratori eletti mediante meccanismi speciali, quanto a meccanismi di cogestione o cooptazione relativi a tutti gli amministratori.

³¹ Cfr. N. ABRIANI, *op. loc. ult. cit.*

presenza di assemblee speciali che si occupino della nomina degli amministratori di ciascuna categoria.

Alla luce di ciò, le nuove prerogative attribuite all'autonomia privata, in sede di costituzione o modificazione di uno statuto di s.p.a., hanno determinato un'evoluzione del modello previsto dal legislatore nel 1942, mettendo in crisi – quanto meno apparentemente – la stessa caratteristica della tipicità: un modello che resta predefinito dalle norme, ma nel quale le clausole “atipiche” sono ormai in grado di creare distorsioni rispetto al regolare funzionamento societario³².

Un'evoluzione di questo tipo sembrerebbe sconvolgere gli equilibri su cui si fonda il diritto societario e, quindi, risultare non conforme all'ordinamento vigente. Tuttavia, una simile conclusione non sembra sostenibile e può essere confutata attraverso una duplice argomentazione.

In primo luogo, l'evoluzione del modello di s.p.a. non sembrerebbe affatto incompatibile con i principi del nostro ordinamento: ben prima della riforma del 2003, infatti, autorevole dottrina sottolineava che “nell'art. 2325 c.c. [allora rubricato ‘nozione’] invano si cercherebbe anche il modello socioeconomico sotteso dal diritto della società per azioni, quel modello che, secondo talune visuali, ne dovrebbe orientare l'interpretazione e potrebbe fungere da parametro di controllo e da limite dell'autonomia statutaria al di là delle norme imperative”³³. Emerge, in sostanza, che il legislatore non pone affatto un modello tale da limitare le possibili variazioni in tema di gestione; questa conclusione, a seguito della riforma del diritto societario – la quale ha, peraltro, espunto qualsiasi riferimento a (pretese) nozioni – sembrerebbe valere, *a fortiori*, alla luce del percorso evolutivo esposto.

In secondo luogo, la pretesa incompatibilità con i principi dell'ordinamento delle nuove prerogative attribuite ai privati può essere ulteriormente confutata attraverso l'analisi dell'applicazione pratica degli istituti in esame. In ambito giuridico – e specialmente nel diritto commerciale e societario – occorre sempre avere come punto di riferimento l'evoluzione della prassi: lo stesso legislatore, infatti, nel 2003 ha apertamente voluto adattare i modelli legislativi alle nuove esigenze dei mercati globali³⁴.

In particolare, l'alterazione del tradizionale equilibrio di nomina degli amministratori ha uno scopo ben preciso, che risiede nelle operazioni di *private equity*: quando un fondo vuole investire, acquistando una società per poi rivenderla e lucrare sulla plusvalenza,

³² Cfr. M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit., 595: “La atipicità delle categorie speciali di azioni si deve confrontare e raffrontare con la tipicità delle società, in generale, e con la disciplina del tipo della s.p.a., in particolare. Nella misura in cui il contenuto delle singole partecipazioni azionarie riflette il contenuto stesso del negozio sociale, occorre infatti ricordare che l'esistenza della definizione generale dettata dall'art. 2247, seppur non più adeguata a cogliere appieno la nozione generale di società, continua a significare che le società sono contraddistinte da una *causa tipica*, diversa rispetto a quella degli altri contratti, che deve caratterizzare anche le singole partecipazioni sociali, le quali possono dirsi tali in quanto il loro contenuto risulti ad essa coerente o comunque compatibile”.

³³ Cfr. P. SPADA, *Il tipo della società per azioni*, cit., 4-5. *Contra*, si vedano, tra gli altri, F. GALGANO, *op. loc. ult. cit.*; F. DI SABATO, *Manuale delle società*, Torino, 137 ss.

³⁴ Come evidenziato, tra gli altri, da U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria delle s.p.a.*, cit., 1084 ss., “la riforma del diritto societario mira a dotare la società per azioni di una struttura finanziaria efficiente e concorrenziale rispetto a quelle offerte da altri ordinamenti europei o extra-europei: e ciò nella consapevolezza che in una realtà ‘globale’ la concorrenza tra sistemi-paesi si gioca anche sul piano della competizione tra ordinamenti”.

l'utilizzo di queste clausole permette la permanenza dei soci venditori all'interno della compagine sociale, privandoli però del potere di incidere con il loro voto sulle decisioni aziendali. Minore è la quota sufficiente a controllare la società, maggiore sarà la soddisfazione di entrambe le parti: il fondo, infatti, potrà acquistare la società con un investimento iniziale minore; i soci venditori, invece, potranno mantenere una quota più ampia di capitale e quindi beneficiare maggiormente dell'accrescimento del valore della società³⁵.

In queste ed altre fattispecie, sarebbe contrario agli interessi di tutte le parti precludere la possibilità di un controllo della minoranza in nome di presunti principi dell'ordinamento; ed è proprio da questa particolare attenzione alla prassi che emerge il valore delle massime dei Consigli Notarili, le quali si occupano di evitare che interpretazioni delle norme fondate su concezioni arcaiche e superate vadano a compromettere l'ammodernamento dell'ordinamento, auspicato dallo stesso legislatore.

In primo luogo, la massima del Consiglio Notarile di Milano si è soffermata sul superamento del principio di proporzionalità in relazione alle competenze assembleari di nomina degli amministratori: questa soluzione è permessa dalle nuove norme e, in mancanza di espressi divieti, sarebbe del tutto irragionevole ritenere inderogabile il criterio di proporzionalità³⁶.

In secondo luogo, entrambe le massime si sono soffermate sulle possibili applicazioni pratiche della normativa in oggetto.

Una prima possibilità viene individuata dalla massima milanese, la quale ipotizza che la nomina di uno o più componenti sia riservata *in toto* ad una categoria speciale: anche questa opzione è compatibile con la normativa vigente purché rispetti il più volte citato limite inderogabile di cui all'art. 2351, 2 comma, c.c.³⁷.

³⁵ Cfr. V. DONATIVI, *op. cit.*, 206: "Nel caso del *private equity*, per contro, caratteristica dell'operazione è che, pur essendo la stessa ricondotta al *genus* degli strumenti di 'finanziamento dell'impresa' lato *sensu* intesi, essa tuttavia si differenzia dalle forme tradizionali in quanto avviene in '*equity*' e non in '*debt*', ovverosia consiste nell'apporto di c.d. 'capitale di rischio' (e non di 'capitale di credito')". Come evidenzia l'Autore, quindi, in questa fattispecie il fondo che investe non sopporta solo l'alea economica dell'operazione (relativa alla mancata solvenza del debitore), ma anche l'alea giuridica, poiché le sue aspettative sono strettamente legate al *capital gain* sul capitale di rischio; alla luce di ciò, appare evidente che la fattibilità di questa operazione è strettamente legata alla possibilità di attribuire al fondo la possibilità di controllo gestionale della società.

³⁶ In motivazione, infatti, il consiglio precisa che "la massima reputa [...] non più sussistente, ammesso che lo fosse in passato, un rigido principio di proporzionalità tra il "peso" quantitativo delle azioni cui spetta, quale diritto di categoria, un diritto di nomina degli organi sociali e il numero dei componenti oggetto di tale diritto di nomina, nell'ambito di ciascun organo sociale. All'ampia concessione fatta dal legislatore del 2003 all'autonomia negoziale e statutaria nell'ambito delle categorie di azioni e degli (altri) strumenti finanziari partecipativi, si è recentemente aggiunta, con effetti probabilmente decisivi, l'abrogazione del divieto di emissione di azioni a voto plurimo". Queste conclusioni, inoltre, sono state anche sostenute dalla dottrina successiva alla riforma del voto plurimo, con particolare riferimento a S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCiano, *La deviazione dal principio "un'azione-un voto" e le azioni a voto multiplo*, Quaderno Consob n. 5/2014, in *Riv. soc.*, 2014, 479 ss.; G. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto"*, in *Riv. not.*, 2014, 921 ss.; M. BIONE, *op. ult. cit.*; M. VENTORUZZO, *Un'azione, un voto: un principio da abbandonare?*, in *Giur. Comm.*, 2015, 512 ss.

³⁷ In particolare, una categoria potrebbe avere quale diritto speciale la nomina di tutti gli amministratori: in questo caso, però, almeno la metà delle azioni devono essere di questa categoria, altrimenti si viola il limite di cui all'art. 2351, 2 comma, c.c.

Una seconda possibilità è stata individuata dalla massima del Consiglio Notarile di Firenze: si sono messe in luce alcune possibili applicazioni pratiche che comportano una suddivisione tra i soci delle competenze relative alla nomina di amministratori e sindaci³⁸.

Il quadro che emerge grazie a queste ricostruzioni rappresenta, dunque, un ulteriore passo verso la commistione tra le posizioni di socio e creditore. Si tratta di una evoluzione già avviata mediante la creazione delle obbligazioni convertibili e degli strumenti finanziari; attraverso l'introduzione delle categorie speciali di nomina degli amministratori si è pervenuti ad un nuovo risultato, ovverossia la creazione di azioni di puro investimento e prive del potere gestorio, rispetto alle quali i soci sono, di fatto, dei creditori esposti al rischio di impresa.

5. Tecniche redazionali

Articolo ...

Azioni a voto limitato

- 1. Il capitale sociale è fissato in euro ... ed è suddiviso in n. ... azioni dal valore di euro ... ciascuna, di cui n. ... azioni di categoria speciale A e n. ... azioni di categoria speciale B.*
- 2. Le azioni di categoria speciale B non hanno voto nelle deliberazioni relative alla nomina degli amministratori [ed eventualmente delle altre cariche sociali] della società.*
- 3. Le azioni di categoria speciale A non hanno alcun limite al diritto di voto.*
- 4. La nomina degli amministratori [ed eventualmente delle altre cariche sociali] avverrà all'interno dell'assemblea ordinaria cui potranno partecipare tutte le azioni con diritto di voto. Per il caso di seconda convocazione, è fatto salvo quanto disposto dall'art. 2369, 4 comma, c.c.*

Articolo ...

Azioni a voto plurimo

- 1. Il capitale sociale è fissato in euro ... ed è suddiviso in n. ... azioni dal valore di euro ... ciascuna, di cui n. ... azioni di categoria speciale A e n. ... azioni di categoria speciale B.*
- 2. Le azioni di categoria speciale B hanno un voto che vale tre volte quello delle altre azioni nelle deliberazioni relative alla nomina degli amministratori [ed eventualmente*

³⁸ Il particolare, la massima del Consiglio Notarile di Firenze si occupa di individuare alcune particolari fattispecie nelle quali le azioni sono suddivise in due categorie: una attributiva del diritto di nominare i sindaci e l'altra di quello di nominare gli amministratori. Secondo il modello individuato dai notai fiorentini, quindi, si individuerrebbe una categoria "gestoria" ed una "di controllo". Per esempio, si consideri una s.p.a. che ha emesso 100 azioni, di cui 50 di categoria A e 50 di categoria B: le prime avrebbero voto plurimo in relazione alla nomina degli amministratori e le seconde in relazione alla nomina dei sindaci. In questa fattispecie, quindi, i titolari di azioni di categoria A nominerebbero la maggioranza o la totalità degli amministratori, mentre i titolari della categoria B la maggioranza o totalità dei sindaci.

delle altre cariche sociali] della società.

3. Le azioni di categoria speciale A non hanno alcuna variazione al diritto di voto.

4. La nomina degli amministratori [ed eventualmente delle altre cariche sociali] avverrà all'interno dell'assemblea ordinaria cui potranno partecipare tutte le azioni. Per il caso di seconda convocazione, è fatto salvo quanto disposto dall'art. 2369, 4 comma, c.c.

Articolo ...

Azioni a voto limitato e azioni a voto plurimo

1. Il capitale sociale è fissato in euro ... ed è suddiviso in n. ... azioni dal valore di euro ... ciascuna, di cui n. ... azioni di categoria speciale A, n. ... azioni di categoria speciale B e n. ... azioni di categoria C.

2. Le azioni di categoria speciale A hanno un voto che vale tre volte quello delle altre azioni nelle deliberazioni relative alla nomina degli amministratori [ed eventualmente delle altre cariche sociali] della società.

3. Le azioni di categoria speciale B non hanno voto nelle deliberazioni relative alla nomina degli amministratori [ed eventualmente delle altre cariche sociali] della società.

4. Le azioni di categoria speciale C non hanno variazioni al diritto di voto.

5. La nomina degli amministratori [ed eventualmente delle altre cariche sociali] avverrà all'interno dell'assemblea ordinaria cui potranno partecipare tutte le azioni con diritto di voto. Per il caso di seconda convocazione, è fatto salvo quanto disposto dall'art. 2369, 4 comma, c.c.

Articolo ...

Azioni con diritti di nomina esclusivi

1. Il capitale sociale è fissato in euro ... ed è suddiviso in n. ... azioni dal valore di euro ... ciascuna, di cui n. ... azioni di categoria A, n. ... azioni di categoria speciale B e n. ... azioni di categoria C.

2. Le azioni di categoria speciale A hanno il diritto di nominare n. ... componenti del Consiglio di Amministrazione.

3. Le azioni di categoria speciale B hanno il diritto di nominare n. ... componenti del Consiglio di Amministrazione.

4. Le azioni di categoria speciale C non hanno voto nelle deliberazioni relative alla nomina degli amministratori della società.

5. La nomina degli amministratori avverrà all'interno dell'assemblea ordinaria cui potranno partecipare tutte le azioni con diritto di voto. Per il caso di seconda convocazione,

è fatto salvo quanto disposto dall'art. 2369, 4 comma, c.c.

Articolo ...

Suddivisione tra soci di gestione e soci di controllo

- 1. Il capitale sociale è fissato in euro ... ed è suddiviso in n. ... azioni dal valore di euro ... ciascuna, di cui n. ... azioni di categoria speciale A e n. ... azioni di categoria B.*
- 2. Le azioni di categoria speciale A hanno un voto che vale tre volte quello delle altre azioni nelle deliberazioni relative alla nomina degli amministratori della società.*
- 3. Le azioni di categoria speciale B hanno un voto che vale tre volte quello delle altre azioni nelle deliberazioni relative alla nomina dei sindaci della società.*
- 3. La nomina degli amministratori avverrà all'interno dell'assemblea ordinaria cui potranno partecipare tutte le azioni. Per il caso di seconda convocazione, è fatto salvo quanto disposto dall'art. 2369, 4 comma, c.c.*

Articolo ...

Esercizio del diritto di voto all'interno delle assemblee speciali

- 1. Il capitale sociale è fissato in euro ... ed è suddiviso in n. ... azioni dal valore di euro ... ciascuna, di cui n. ... azioni di categoria A, n. ... azioni di categoria speciale B.*
- 2. Le azioni di categoria speciale A hanno il diritto di nominare n. ... componenti del Consiglio di Amministrazione, da esercitarsi all'interno dell'assemblea speciale di categoria.*
- 3. Le azioni di categoria speciale B hanno il diritto di nominare n. ... componenti del Consiglio di Amministrazione, da esercitarsi all'interno dell'assemblea speciale di categoria.*
- 4. Per il caso in cui le assemblee speciali non provvedano all'esercizio del loro diritto di nomina, è fatto salvo quanto disposto dall'art. 2369, 4 comma, c.c. ed è quindi attribuito all'assemblea ordinaria di seconda convocazione il diritto di nomina di tutte le cariche sociali.*

CATEGORIE SPECIALI DI QUOTE NELLE S.R.L. P.M.I.: STANDARDIZZAZIONE O QUOTA UNITARIA

MIRTA MORGESE

DOTTORESSA DI RICERCA, UNIVERSITÀ CATTOLICA DEL SACRO CUORE DI MILANO

SOMMARIO: 1. Le massime notarili – 2.1. Il problema della standardizzazione delle quote sociali – 2.2. Il panorama dottrinale e giurisprudenziale sulla questione – 3. L'ammissibilità della standardizzazione delle quote nella s.r.l. – 4.1. Tecniche redazionali – 4.2. S.r.l. P.M.I. con quote standardizzate, speciali e ordinarie – 4.3. S.r.l. P.M.I. con quote individuali di cui alcune speciali.

1. Le massime notarili

Consiglio Notarile di Milano, Massima 171: Nozione di categorie di quote di s.r.l. PMI

Le categorie di quote delle s.r.l. PMI si caratterizzano per la circostanza di attribuire a tutti i loro possessori "diritti diversi" dai diritti spettanti agli altri soci e/o alle quote di altre categorie, ma al contempo uguali ai diritti spettanti alle quote della medesima categoria.

Lo statuto può liberamente stabilire che le quote di ciascuna categoria: (i) abbiano tutte la medesima misura, essendo in tal caso necessario che la misura e il numero delle quote di ciascuna categoria costituiscano elementi dello statuto sociale, oppure (ii) siano di misura variabile e divisibile, al pari delle partecipazioni "individuali" secondo il regime legale ordinario delle s.r.l.

Le quote di categoria possono appartenere a uno o più soci e possono coesistere sia con la presenza di partecipazioni individuali sia con la presenza di altre categorie di quote. Il medesimo soggetto può essere contemporaneamente titolare di una partecipazione individuale e di una o più quote di una o più categorie. La presenza di categorie di quote non impedisce alla società di attribuire diritti particolari a uno o più soci, ai sensi dell'art. 2468, comma 3, c.c., tanto nell'ipotesi in cui essi siano titolari di una partecipazione individuale quanto nell'ipotesi in cui essi siano titolari solamente di quote di categoria.

Il trasferimento delle quote di categoria è assoggettato, salvo diversa disposizione statutaria, alla medesima disciplina legale e statutaria applicabile al trasferimento delle

partecipazioni sociali. Il trasferimento di quote di categoria comporta di regola il passaggio anche dei diritti diversi che caratterizzano la categoria medesima, mentre il trasferimento delle partecipazioni individuali non comporta di regola il passaggio dei diritti particolari eventualmente spettanti al socio alienante.

Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, Massima I.N.6: Applicazione del principio dell'unicità della partecipazione in presenza di categorie di quote

Il principio dell'unicità della quota di partecipazione in S.r.l. deriva dal divieto di suddividere le partecipazioni in azioni contenuto nel comma 1 dell'art. 2468 c.c. In presenza di un divieto di emissione di titoli, infatti, l'eventuale previsione contenuta nell'atto costitutivo di suddividere le partecipazioni in un numero predeterminato risulterebbe priva di significato (al pari di quello che accadrebbe se tale regola fosse contenuta in un atto costitutivo di società di persone). Deve anche considerarsi che gli artt. 2481-ter, comma 2, c.c. e 2482-quater c.c. dispongono che le riduzioni per perdite o gli aumenti gratuiti del capitale non possono comportare modifiche quantitative o qualitative delle partecipazioni dei diritti dei soci, ciò neanche nel caso in cui avvengano per valori nominali indivisibili o incompatibili con una qualche unità di misura predeterminata. Le suddette disposizioni evidenziano, dunque, come nelle s.r.l. le partecipazioni siano unitarie e come le medesime debbano propriamente essere individuate con una frazione o con una percentuale e non con una unità di misura predeterminata. La riforma operata con il D.L. 50/2017 ha introdotto per le s.r.l. PMI la possibilità di creare categorie di quote e di offrirle al pubblico, ma non ha derogato al divieto di suddividerle in azioni, si pone dunque il problema di conciliare il principio di unicità della partecipazione in S.r.l. con la possibilità di creare categorie di quote. Dirimente sul punto appare la considerazione che le singole categorie di quote non sono capaci di confondersi tra loro in un'unica posizione partecipativa, in quanto ciascuna di esse attribuisce diritti ed obblighi che nel loro complesso possono essere uguali a quelli di nessuna altra categoria di quote. All'interno delle categorie, invece, non ricorre alcuna esigenza di distinzione. Nelle S.r.l. – PMI appare dunque possibile suddividere le quote di partecipazione in categorie ma non anche suddividere queste ultime in unità predeterminate e vincolanti. A quanto sopra consegue che qualora un socio sia titolare di quote di diverse categorie, le stesse non costituiranno un'unica partecipazione, ma tante partecipazioni unitarie quante sono le diverse categorie possedute, partecipazioni unitarie che in caso di successive cessioni o acquisti non si modificheranno nel loro numero ma solo nella loro percentuale.

2.1. Il problema della standardizzazione delle quote sociali

Le massime soprariportate si occupano di definire i limiti entro cui sia possibile per le s.r.l. P.M.I. addivenire alla creazione di categorie di quote. Si tratta di una questione discussa all'esito dell'ulteriore estensione delle deroghe all'assetto codicistico, previste dall'art. 26, commi 3, 5 e 6, d.l. n. 179/2012, a seguito dell'introduzione dell'art. 57, 1 comma, d.l. n. 50/2017, a tutte le s.r.l. P.M.I.¹. L'art. 26, 3 comma, d.l. n. 179/2012, com'è

¹ Sono classificabili come P.M.I., in via generale, ai sensi della Raccomandazione CE n. 2003/361/CE, le s.r.l. che non abbiano un numero di dipendenti superiore a 250 unità e che, in base all'ultimo bilancio, presentino un fatturato netto annuo inferiore a 50 milioni di euro o uno stato patrimoniale inferiore a 43 milioni di euro (art. 2 racc. CE), mentre, ai fini della possibilità di rendere le relative quote oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso portali per la raccolta del capitale, c.d. *crowdfunding*,

noto, aveva, infatti, permesso alle sole s.r.l. *start up* innovative, per un tempo limitato di soli quattro anni dalla costituzione, successivamente divenuti cinque, la creazione di speciali categorie di quote, fornite di diritti diversi, il cui contenuto può essere liberamente determinato dallo statuto, anche in deroga a quanto previsto dall'art. 2468, commi 2 e 3, c.c.². Tale possibilità era stata poi prevista, con il d.l. n. 3/2015, anche, per le s.r.l. P.M.I. *innovative* ed infine per ogni s.r.l. avente i requisiti della piccola e media impresa³.

In questo orizzonte, vengono enucleati gli orientamenti notarili in commento, i quali, ferma restando per le s.r.l. P.M.I. la creazione di speciali categorie di quote, divergono in modo netto sulla possibilità, da parte dello Statuto, di provvedere ad una loro *standardizzazione*. La *Commissione per l'elaborazione dei principi uniformi in tema di società del Consiglio Notarile di Milano*, infatti, sostiene che le quote di categoria possano essere disciplinate in modo da assumere, non solo gli stessi diritti, ma anche la stessa misura⁴. Mentre la *Commissione Società del Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie* considera la standardizzazione delle quote preclusa dal *principio di unicità* delle partecipazioni di s.r.l., tuttora valido ed in grado di impedire l'emissione di quote aventi tutte necessariamente lo stesso valore nominale.

Entrambe le posizioni portano a sostegno dati normativi: la Commissione del Consiglio Notarile di Milano sottolinea come l'art. 26, 2 comma, d.l. n. 179/2012 sia testualmente vicino all'art. 2348 c.c., norma che disciplina le azioni di categoria, determinando una sorta di recepimento legislativo, per le quote di s.r.l., dei caratteri delle azioni, e nello specifico il loro costituire frazioni di uguale valore nominale del capitale sociale. Si pone, inoltre, l'attenzione su un dato terminologico, ovvero sull'uso del sostantivo *categoria* nell'ambito del citato art. 26, 2 comma, d.l. n. 179/2012, non necessario ove non si volesse evocare il concetto di standardizzazione delle quote dotate di diritti diversi.

Al contrario, il Comitato Triveneto dei Notai, come anticipato, ravvisa una totale sopravvivenza per le s.r.l. P.M.I. del principio di unicità delle quote, voluta dal legislatore nel momento in cui ha lasciato in vigore per le s.r.l. P.M.I. il divieto di emettere titoli azionari, di cui all'art. 2468, 2 comma, c.c. Questa norma, insieme al disposto degli artt. 2481-*ter*, 2 comma e 2482-*quater*, c.c., che vietano, in sede, rispettivamente, di aumento gratuito e riduzione per perdite, una modifica qualitativa e quantitativa della partecipazione sociale, dimostrerebbe come nelle s.r.l. il socio sia sempre titolare di una quota pari ad una certa

per effetto della definizione contenuta nell'art. 2, paragrafo 1, lettera *f*, primo alinea, del Reg. Ue 2017/129, dovranno sussistere due dei citati requisiti, tra cui non necessariamente un numero di impiegati attivi inferiore a 250.

² La creazione di categorie di quote non costituisce l'unica deviazione al modello codicistico di s.r.l.; infatti, l'art. 26, ai commi 5 e 6, c.c., d.l. n. 179/2012, come modificato da ultimo con il d.l. n. 50/2017, abilita le s.r.l. P.M.I., altresì, a rendere le relative quote oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, in deroga al divieto sancito dall'art. 2468, 1 comma, c.c., anche attraverso portali per la raccolta del capitale, c.d. *crowdfunding*, nonché ad acquisire quote proprie, purché l'operazione sia stabilita nell'ambito di piani di incentivazione per l'assegnazione di quote di partecipazione a dipendenti, collaboratori, componenti dell'organo amministrativo, prestatori di servizi anche professionali.

³ Per una compiuta analisi dell'evoluzione normativa sull'argomento, cfr., *ex multis*, O. CAGNASSO, *Il socio di s.r.l. privo del diritto di voto. Qualche riflessione in tema di proprietà e controllo nell'ambito della società P.M.I.*, in *NDS*, 2018, 917 ss.

⁴ Ciò non esclude, peraltro, a parere della Commissione, la creazione di quote speciali individuali, di misura variabile e quindi divisibili; le quote speciali, seriali o individuali, a loro volta potranno coesistere con l'attribuzione di diritti particolari, previsti in favore del socio titolare di quota ordinaria, speciale o, ancora di quote di categoria serializzate.

percentuale del capitale sociale ed una frazione dello stesso, e non di una sommatoria di parti di uguale valore. A parere del Consiglio Notarile di Milano, invece, il disposto dell'art. 2468, 2 comma, c.c. sarebbe stato implicitamente derogato dal contenuto dell'art. 26, 2 comma, d.l. n. 179/2012, il quale, ammettendo per le s.r.l. P.M.I. “una tecnica di conformazione delle partecipazioni sociali” propria delle s.p.a., avrebbe reso non più operativo nelle s.r.l., aventi una dimensione non grande, la regola per cui ogni quota sociale costituisce sempre e necessariamente un rapporto sociale unitario.

In definitiva, le due Commissioni si scontrano sulla misura entro cui sia possibile, all'esito della novella del 2017, avvicinare la conformazione del capitale sociale delle s.r.l. P.M.I. alle s.p.a.: la Commissione facente capo al Consiglio Notarile di Milano ritiene che il sistema normativo abbia totalmente emancipato la società a responsabilità limitata dall'onere di incentrare l'organizzazione della società sulle persone dei soci, consentendo la standardizzazione e spersonalizzazione delle quote, mentre il Comitato Triveneto considera, nella sostanza, precluso un simile assetto, in quanto la quota sociale permane, secondo tale prospettiva, obbligatoriamente unitaria.

La questione della possibilità di standardizzare le partecipazioni di s.r.l. rappresenta un problema di notevole rilievo pratico per l'operatore del diritto, nella specie per il Notaio, chiamato a redigere uno statuto sociale o a controllarne la legittimità, in sede di modifica. Per tali ragioni appare utile procedere ad un riesame complessivo della problematica, partendo dalla dottrina e dalla scarsa giurisprudenza presenti sul tema che, lungi dall'avere acquisito rilevanza all'esito dei recenti interventi normativi, è stato ampiamente discusso, fin dal periodo antecedente alla Riforma del 2003. Solo, infatti, avendo chiaro il sostrato dottrinale su cui gli orientamenti notarili in oggetto poggiano, sarà possibile procedere ad un esame critico del profilo su cui gli stessi divergono⁵.

2.2. Il panorama dottrinale e giurisprudenziale sulla questione

La possibilità di suddividere il capitale sociale della s.r.l. in base ad un criterio astratto matematico, alla stregua di quanto si verifica nella s.p.a., nel regime legale applicabile prima della Riforma del 2003, a parere di un seguito orientamento, era impedito dal dettato dell'art. 2472, 2 comma, c.c., il quale precludeva alle quote di partecipazione di essere rappresentate da azioni. Tale disposto normativo, insieme all'art. 2474, 2 comma, c.c., secondo cui le quote di conferimento dei soci potevano essere di diverso ammontare, obbligava il membro della compagine sociale di s.r.l. ad essere sempre titolare di un'unica quota, di valore proporzionale al conferimento, impedendogli di cumulare più quote. Corollario di tale ragionamento era l'illegittimità di clausole statutarie che imponessero l'uguaglianza di valore delle partecipazioni sociali⁶. Si sottolineava come, mentre le s.p.a.

⁵ Il presente commento, dunque, non si propone di esaminare gli altri rilevanti aspetti delle Massime sopra riportate, quali, a titolo esemplificativo, il rapporto tra speciali categorie di quote e diritti particolari, ovvero la disciplina della circolazione di queste ultime.

⁶ Cfr., in questo senso, tra gli altri, G. SANTINI, *Della società a responsabilità limitata. Art. 2472- 2497 bis*⁴, A. L. SANTINI (a cura di), in *Commentario del codice civile Scialoja- Branca*, F. GALGANO (a cura di), Bologna- Roma, 1992, 37 ss., che però sottolinea come il testo dell'art. 2474, 1 comma, c.c. presenti una formulazione equivoca.

In giurisprudenza, Trib. Bari, 28 gennaio 1974, in *Riv. not.*, 1975, III, 148, dove veniva rifiutata l'omologazione di un atto costitutivo di s.r.l. il quale suddivideva il capitale sociale in parti uguali ed indivisibili, dotate di medesimi diritti ed attributive di un voto solo, ciascuna. Siffatta previsione veniva reputata

fossero società strutturate in modo indifferente al numero e alla qualità dei soci, per cui il capitale sociale veniva suddiviso in parti uguali, di eguale valore ed attributive degli stessi diritti nell'ambito della medesima categoria, nelle s.r.l. il rilievo personale del socio doveva assumere un dato tipologico tale da informare il criterio con cui il capitale sociale può essere frazionato⁷.

Questo ragionamento era fortemente contrastato da altra parte della dottrina, secondo cui la rilevanza personale dei soci non costituiva parte del «tipo» normativo della s.r.l.⁸. Non esistendo, pertanto, né indici normativi, né interessi terzi da tutelare che impedissero allo Statuto di contenere clausole che legittimino il socio a detenere più di una quota di eguale valore, simili previsioni dovevano ritenersi assolutamente legittime⁹.

Con la Riforma del 2003, l'art. 2468, 1 comma, c.c. ripropone il divieto di rappresentare le partecipazioni sociali di s.r.l. a mezzo di azioni, a cui viene accompagnato il nuovo divieto di rendere le quote stesse oggetto di offerta al pubblico¹⁰, impedendo, per la prima volta in modo espresso, alla s.r.l. l'accesso al mercato di massa¹¹.

Nel mutato orizzonte normativo autorevolmente sostenuta è la posizione di chi ritiene preclusa la standardizzazione delle quote sociali: il termine *azione*, di cui all'art. 2468, 1

contraria alla legge, là dove stabilisce imperativamente che il socio debba essere titolare di una partecipazione unitaria, ancorché frutto di un conferimento iniziale e di un acquisto successivo.

⁷ In merito al rilievo tipologico che nelle s.p.a. assume la divisione del capitale in parti uguali, ovvero in azioni, e nelle s.r.l. la mancata predisposizione di partecipazioni tipo, v., per tutti, P. SPADA, *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, in Riv. dir. civ., I, 1985, 108 ss.; ID., *La tipicità delle società*, Padova, 1974, 467- 469. Secondo G. ZANARONE, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, F. GALGANO (diretto da), VIII, Padova, 1985, 80 ss., la preoccupazione che muove coloro che negano al socio di s.r.l. di essere titolare di una molteplicità di quote risiede nella possibilità di un utilizzo contraddittorio dei diritti inerenti alle diverse partecipazioni, il che si paleserebbe in contrasto con la rilevanza del socio nelle s.r.l.

⁸ Così, G. ZANARONE, *La società a responsabilità limitata*, cit., secondo cui il «tipo» avuto presente dal legislatore, al momento di dettare la disciplina delle s.r.l., è quello delle società di capitali caratterizzate dalla normale irrilevanza della persona dei soci nei rapporti interni.

⁹ Fa leva sulla mancanza di incompatibilità con la struttura normativa della s.r.l. e di possibili danni ad interessi diversi da quelli dei soci, per ammettere una clausola che prescriva l'uguaglianza delle quote di capitale sociale, G. C. M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, A. CICU – F. MESSINEO (già diretto da), L. MENGONI (continuato da), Milano, 1982, 157 ss., per il quale tale pattuizione si tradurrebbe in un limite alla circolazione delle quote ed alla divisibilità delle stesse e non determinerebbe, necessariamente, la titolarità in capo ad un solo socio di più quote. L'Autore, peraltro, si dimostra favorevole anche ad una clausola di tal fatta, sottolineando come questa non precluda l'unitarietà della partecipazione sociale, essendo unico il rapporto di cui il socio è investito, indipendentemente dal numero di quote di cui è intestatario.

¹⁰ Originariamente la locuzione utilizzata dal legislatore del 2003, all'interno dell'art. 2468, 1 comma, c.c., era «sollecitazione all'investimento», la rimodulazione della norma in questione è avvenuta a seguito dell'attuazione della Direttiva 2003/71/CE, art. 2, 1 comma, lett. b, da parte dell'art. 5, d.lgs. n. 51/2007.

¹¹ Cfr., G. ZANARONE, *Della Società a responsabilità limitata*, in *Il Codice Civile Commentario*, F. D. BUSNELLI (diretto da), P. SCHLESINGER (fondato da), I, Milano, 2010, 500 ss., secondo cui il divieto di offerta al pubblico si spiega con la necessità di impedire l'ingresso nelle s.r.l. ad investitori apatici e disinformati che, all'interno di un tipo sociale dove è concessa la massima autonomia statutaria, avrebbero potuto essere danneggiati da previsioni statutarie predisposte dai soci imprenditori e dagli stessi non accettate. Si vuole, così, favorire la presenza nella s.r.l. di soci contraenti e non solo meri aderenti. In merito all'accezione di soci «imprenditori» quali soci in grado di negoziare le condizioni di ingresso e permanenza nella società, si veda G. A. RESCIO, *Gli orientamenti del Consiglio Notarile di Milano in tema di aumento di capitale nella s.r.l., e qualche riflessione sugli strumenti di protezione degli interessi del socio*, in RDS, 2016, 996.

comma, c.c., viene, difatti, interpretato in modo ampio, cosicché il testo normativo non varrebbe solo a vietare la circolazione cartolare materializzata o dematerializzata delle quote, ma anche la segmentazione del capitale sociale in frazioni di uguale valore nominale, attributive di identici diritti. Tale lettura del dato normativo viene giustificata dal fatto che nelle s.p.a. sia esplicitamente disciplinata la mancata emissione delle azioni (art. 2346 c.c.) e contemplata l'eventualità che le stesse non circolino nemmeno in base ad un sistema dematerializzato (art. 2355 c.c.): alla luce della Riforma quindi il termine *azione* non può che evocare una suddivisione impersonale del capitale sociale, basata su un criterio matematico, astratto e anonimo¹². Quindi il legislatore nel vietare di rappresentare le quote tramite azioni, ha precluso questa tecnica di suddivisione del capitale sociale, obbligando la s.r.l. a far propria un'organizzazione basata sulla persona dei soci e sull'ammontare dei conferimenti dagli stessi effettuato, in omaggio alla contrapposizione tra rilievo centrale del socio e dell'azione, di cui agli artt. 3 e 4 della legge delega (l. n. 366/2001).

In conclusione, a parere di questo orientamento il divieto di emettere azioni contenuto nell'art. 2468, 1 comma, c.c. va inderogabilmente ad imporre il principio di unitarietà della quota, ovvero la regola in base alla quale il capitale sociale della s.r.l. non possa essere diviso secondo un criterio diverso da quello fondato sul numero di soci e sulla quota di capitale sociale da questi sottoscritta (salvo assegnazioni non proporzionali), titolari ognuno di un'unica quota che rappresenta la rispettiva posizione all'interno della società¹³.

Di diverso avviso si dimostra altra parte del panorama dottrinale reperibile sulla questione, nell'orizzonte normativo antecedente al 2012, propensa ad ammettere la standardizzazione delle partecipazioni sociali, sulla base della maggiore autonomia statutaria che, all'esito della Riforma del 2003, viene riconosciuta alla s.r.l.¹⁴. In argomento, si rileva come il divieto di emettere azioni ed il divieto di standardizzare le partecipazioni sociali abbiano un diverso ambito di applicazione, là dove sarebbe astrattamente possibile incorporare la partecipazione in un titolo non serializzato e, allo stesso modo, segmentare in quote uguali il capitale sociale, senza addivenire all'emissione di titoli. Si sottolinea, inoltre, come prima della Riforma, aderire all'opposto orientamento, che affermava il

¹² La posizione fa capo a G. ZANARONE, *Della Società a responsabilità limitata*, cit., il quale fa, in particolare, leva sulla contestualità con cui il codice civile ha, da una parte, vietato alla s.r.l. l'emissione di azioni e, dall'altra, permesso alla s.p.a. di non emettere titoli azionari, per cui risulterebbe manifesto come il concetto di "azione" tenuto presente dal legislatore non coincida con quello di titolo, materiale o dematerializzato. Cfr., altresì, la ricostruzione di P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?*, in *Riv. Soc.*, 2018, 1455-1456.

¹³ In questo senso, cfr., tra gli altri, C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, II, Padova, 2006, 68, a parere del quale la quota di s.r.l. non è pensabile al di là della posizione del socio all'interno della società; G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, II, *Diritto delle società*¹⁰, a cura di M. CAMPOBASSO, Milanofiori Assago, 2020, 571; P. REVIGLIONE, *Commento all'art. 2468*, in *Il nuovo diritto societario*, G. COTTINO- G. BONFANTE- O. CAGNASSO, P. MONTALENTI (diretto da), II, Bologna, 2004, 1798 ss.

¹⁴ Cfr., in questa direzione, P. ABBADESSA, *Commento all'art. 2325*, in *Società di Capitali. Commentario*, G. NICCOLINI- A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), I, Napoli, 2004, 1, 5, il quale sottolinea, altresì, come la serializzazione delle quote rappresenti una clausola già diffusa nella prassi, a dispetto del prevalente orientamento che, prima della Riforma del 2003, riteneva la stessa illegittima. L'Autore, inoltre, evidenzia come pervenire oggi ad una sua ammissibilità non leda alcun interesse, estraneo a quello dei soci, meritevole di tutela.

principio di unicità della quota di s.r.l., fosse propedeutico ad evitare la vendita sul mercato delle partecipazioni di s.r.l., notevolmente agevolata da una segmentazione in parti uguali del capitale sociale. Dopo che, invece, il legislatore ha, in modo espresso, vietato l'offerta al pubblico delle quote di s.r.l., non vi sono più ragioni per ritenere inammissibile la previsione statutaria in esame¹⁵. Quindi, senza negare che i divieti, di cui all'art. 2468, 1 comma, c.c. mirino entrambi ad evitare l'ingresso nelle s.r.l. a meri investitori, viene evidenziato come una struttura prettamente personalistica, in base alla quale ogni socio è titolare di un'unica partecipazione sociale, rappresenti solo una delle possibili opzioni statutarie, là dove è comunque consentito dividere il capitale sociale in base ad un criterio astratto matematico, che prescinda dalla persona dei soci¹⁶. Sul punto si rileva come commisurare i diritti sociali rispetto ad una partecipazione sociale *contata* (nel senso di parametrati al numero di parti uguali indivisibili in cui la stessa è composta, in rapporto al numero complessivo di parti formanti il capitale sociale) o, invece, *pesata* (in modo che le prerogative sociali siano corrispondenti con la percentuale di capitale dalla stessa rappresentata), non sia in grado di alterarne il contenuto, né le modalità di esercizio dei diritti ad essa inerenti¹⁷.

A parere di tale parte della dottrina, in conclusione, il divieto di emettere azioni, di cui all'art. 2468, 1 comma, c.c., deve essere interpretato nel senso di precludere solo il ricorso ad una tecnica di legittimazione dell'esercizio dei diritti sociali e di circolazione delle partecipazioni di tipo cartolare, non anche la divisione del capitale sociale in quote di uguale valore nominale, autonome tra loro¹⁸.

In particolare, viene dimostrato come l'introduzione di una clausola di standardizzazione, in base alla quale le partecipazioni sociali divengono indivisibili, non unificabili ed autonome, pur incidendo su più livelli della disciplina societaria, non incontra ostacoli legislativi insormontabili. Sul piano della circolazione delle partecipazioni sociali, infatti,

¹⁵ V., V. DE STASIO, *Commento all'art. 2325*, in *Codice commentato della s.r.l.*, P. BENAZZO- S. PATRIARCA (diretto da), Torino, 2006, 126 ss., il quale sottolinea come a rafforzare il divieto di offerta al pubblico delle quote vi sia già la farraginosa regola di efficacia dei trasferimenti di partecipazioni sociali, di cui all'art. 2470 c.c. A parere dell'Autore (Id., *Trasferimento della partecipazione nella s.r.l. e conflitto tra acquirenti*, Milano, 2008, 63), l'attuale sistema normativo sarebbe compatibile sia con un modello come quello franco-belga, o spagnolo, in cui è pacificamente ammessa la standardizzazione delle quote, sia con un sistema come quello operante in Germania fino al 2008, in cui il socio è necessariamente titolare di un'unica quota al momento della costituzione, quota che non va ad unificarsi, però, con quella acquistata successivamente in sede di cessione o di aumento del capitale.

¹⁶ In tal senso, N. DE LUCA, *Partecipazione "azionaria" e tipicità delle società di capitali*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, 885 ss., il quale giunge a tale conclusione all'esito di un'approfondita analisi comparativa. Sul punto l'Autore sottolinea, inoltre, come la clausola che suddivide il capitale sociale in autonome partecipazioni di uguale valore nominale e quella che consente di essere titolari di più quote non sono necessariamente interdipendenti tra loro, là dove lo statuto potrà contenere la seconda e non la prima.

Favorevole all'ammissibilità di una clausola che stabilisca la standardizzazione del capitale sociale, basandosi sempre sull'argomento dell'autonomia statutaria propria delle s.r.l., L. DI NELLA, *Natura e divisibilità delle quote di partecipazione*, in *S.r.l. Commentario*, A. DOLMETTA – G. PRESTI (a cura di), Milano, 2011, 279- 281; cfr., altresì, L. A. BIANCHI – A. FELLER, *Commento all'art. 2468*, in *Società a responsabilità limitata*, L. A. BIANCHI (a cura di), *Commentario alla riforma delle società*, P. MARCHETTI, L. A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (diretto da), Milano, 2008, 308, che evidenziano come nelle s.p.a., dove il capitale sociale è necessariamente diviso in parti di uguale valore nominale, di converso, è possibile costruire lo statuto in modo da attribuire rilevanza alla posizione di uno specifico socio, attribuendogli un pacchetto azionario composto da azioni speciali dotate di diritti diversi.

¹⁷ Così, N. DE LUCA, *op. cit.*

¹⁸ V., ancora, V. DE STASIO, *Trasferimento della partecipazione nella s.r.l.*, cit.; N. DE LUCA, *op. cit.* .

stabilire un valore nominale fisso per ciascuna quota, significa vietare il trasferimento di quote che non lo raggiungano, pattuizione legittima alla luce dell'art. 2469 c.c.; sul piano dell'attribuzione soggettiva, comporta l'impossibilità di unificare le quote spettanti ad uno stesso soggetto, il che è possibile parametrando, come si è visto, i diritti sociali all'unità statutariamente indicata; sul piano organizzativo, infine, vuol dire abilitare i soci al godimento indipendente delle unità, circostanza anch'essa possibile, allorquando si ammette l'esercizio parziale dei diritti sociali¹⁹.

Prima di confrontarsi con gli orientamenti dottrinali sviluppatisi sulla questione, dopo i mutamenti prodotti sul tessuto normativo della s.r.l. dall'art. 26, 2 comma, d.l. n. 179/2012, come progressivamente modificato da ultimo nel 2017, va sottolineato come la questione della liceità di quote serializzate fosse risolta in modo non uniforme rispetto al problema dell'ammissibilità di categorie di quote. Infatti, si registrano posizioni volte a riconoscere la possibilità di collegare i diritti particolari, di cui all'art. 2468, 3 comma, c.c., non ai soci ma alla quota, con contestuale affermazione che la standardizzazione sia assolutamente preclusa²⁰. A tali orientamenti si affiancano posizioni volte a risolvere in senso negativo entrambi i problemi²¹. Infine, vi sono autori che ritengono possibile la suddivisione del capitale sociale in quote standard, ma non la creazione di vere e proprie

¹⁹ In questo senso, M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. Soc.*, 2018, 827- 829: il quale, però, conclude sul punto affermando come, in ogni caso, nelle s.r.l. tradizionali non si possa pervenire ad una segmentazione oggettiva ed assoluta delle quote, là dove la divisione del capitale sociale in base ad un criterio astratto lascia pur sempre la partecipazione, spettante a ciascun socio, unitaria, pur modificando il computo dei diritti nella stessa incorporati.

In merito alla possibilità di esercitare parzialmente i diritti sociali, cfr., P. PISCITELLO, *Recesso ed esclusione nella s.r.l.*, in *Liber Amicorum Campobasso*, III, Torino, 2007, 724- 726, il quale dimostra la possibilità di esercitare parzialmente il diritto di recesso, dal momento che tale uscita parziale del socio dalla società non ne altererebbe i meccanismi decisionali, incentrati, salvo diversa clausola statutaria, al principio della maggioranza calcolata per partecipazione al capitale.

²⁰ M. NOTARI, *Diritti «particolari» dei soci e categorie «speciali» di partecipazioni*, in *AGE*, 2003, 337, il quale, dopo avere dimostrato come sia possibile legare i diritti particolari alla partecipazione e non al socio e rendere tali diritti il connotato tipico di più quote, le quali verrebbero, pertanto, assoggettate a regole di classe, sottolinea come la disciplina delle s.r.l. presenti, in ogni caso, dei limiti di struttura rispetto alla creazione di quote di categoria, consistenti nell'impossibilità di incorporarle in titoli rappresentativi e nel divieto di standardizzazione delle partecipazioni sociali. Tali limiti, a parere dell'Autore, sono entrambi riconducibili al disposto dell'art. 2468, 1 comma, c.c. In senso, affine, v., G. PALMIERI, *Principio di proporzionalità, diritti particolari dei soci e autonomia statutaria nella s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2012, 905 ss., il quale, in modo netto, separa il problema della quota incorporante diritti particolari, da quello della standardizzazione delle partecipazioni sociali, evidenziando come il dettato dell'art. 2468, 1 comma, c.c., qualunque significato gli si voglia attribuire non sia in grado di pregiudicare la soluzione adottata in merito alla prima questione.

²¹ Nella prima direzione, v., G. SANTONI, *Le quote di partecipazione nella s.r.l.*, in *Liber Amicorum Campobasso*, III, Torino, 2007, 392, il quale giunge a negare l'ammissibilità di categorie di quote ed al contempo la possibilità per lo statuto di serializzare le stesse, anche senza differenziare i diritti ad esse inerenti, pur constatando come l'ampia autonomia statutaria riservata alle s.r.l. dalla Riforma del 2003 potrebbe deporre in una differente direzione. Propenso a negare l'emissione di quote differenziate quanto al contenuto, si dimostra anche M. CAVANNA, *Partecipazione e «diritti particolari» dei soci*, in *Le nuove s.r.l.*, M. SARALE (diretto da), Bologna, 2008, 159, il quale motiva la sua posizione evidenziando come una simile previsione statutaria contraddirebbe il principio di unitarietà della quota, là dove il socio dovesse trovarsi ad essere titolare di più partecipazioni dotate di prerogative diverse, nell'ambito di un modello organizzativo affine a quello delle s.p.a., inammissibile per le s.r.l.

categorie di quote, ammettendo esclusivamente che si possano “categorizzare” i soci, titolari di diritti particolari, ma non le partecipazioni sociali di cui gli stessi sono titolari²².

Meno variegato si dimostra il panorama dottrinale sulla questione, in conseguenza degli interventi normativi, contenuti nell'art. 26, 2 comma, d.l. n. 179/2012. La citata norma stabilisce che «l'atto costitutivo», in origine delle sole s.r.l. innovative e, in seguito, di tutte le s.r.l. P.M.I. «può creare categorie di quote fornite di diritti diversi e, nei limiti imposti dalla legge, liberamente determinare il contenuto anche in deroga a quanto previsto dall'art. 2468, commi secondo e terzo del codice civile».

Due sono le possibili interpretazioni della disposizione. Per quella restrittiva, fatta propria dal Comitato Triveneto dei Notai, la deroga all'assetto codicistico, consentita oggi a tutte le piccole e medie imprese, consiste nell'avere ammesso diritti particolari facenti capo alla quota e non più solo ai soci. Quindi il legislatore si sarebbe limitato a consentire l'incorporazione nella quota dei diritti particolari, emancipandoli dal loro legame con la persona del socio, fermo restando il principio di unicità ed autonomia delle partecipazioni sociali di s.r.l.

Per l'altra possibile opzione ermeneutica, invece, l'art. 2, 2 comma, d.l. n. 179/2012 ha permesso al capitale sociale delle s.r.l., cui la norma si è progressivamente applicata, almeno per quanto riguarda le categorie di quote, di essere diviso in parti di eguale valore nominale secondo un criterio astratto che non tiene conto delle persone dei soci, sulla

²² In questo senso, BLANDINI, *Categorie di quote, categorie di soci*, Milano, 2009, 43 ss., 203 ss., che, pur pervenendo alla conclusione di poter categorizzare se non le quote, i soci titolari di diritti particolari, ritiene in ogni caso non possibile accedere ad un assetto statutario, in cui il diritto particolare viene attribuito *tout court* alla quota impersonale e frazionata, conducendo ad uno sconfinamento dal tipo s.r.l. al tipo s.p.a.; in una direzione affine, M. AVAGLIANO, *Detenzione della maggioranza del capitale e circolazione delle partecipazioni nella s.r.l.: dalla “classi e partecipazioni” ai “particolari obblighi”*, in AA. VV., *S.r.l. artigiana e autonomia statutaria. Atti del Convegno tenutosi a Sirmione il 19 e 20 maggio 2006*, Milano, 2007, 179; R. SANTAGATA, *I diritti particolari dei soci*, in *S.r.l. Commentario*, A. DOLMETTA – G. PRESTI (a cura di), Milano, 2011, 285 ss., a parere del quale la necessità di riferire il diritto particolare al socio non rende illegittimi assetti statutari in base ai quali il capitale sociale è formato da quote uguali e standardizzate, ma preclude soltanto al diritto particolare di essere incorporato nelle quote: quindi la creazione di categorie di quote. La costituzione di categorie di quote, a parere dell'Autore, avrebbe quale unica finalità quella di destinare alla circolazione queste ultime, violando il divieto di emettere azioni, e sarebbe pertanto inammissibile. Mentre costituire statutariamente categorie di soci identificati *per relationem*, dovrebbe ritenersi legittimo andando, peraltro, ad accentuare il dato personalistico delle s.r.l., invece mortificato dall'emissione di categorie di quote. Cfr., altresì, C. LIMATOLA, *Passaggi generazionali e posizioni di governo nella s.r.l.*, Torino, 2017, 230-233, il quale ritiene compatibile, anche sulla base del dato comparativistico, la creazione di quote speciali, ovvero incorporanti diritti particolari, trasferibili insieme a queste, con cui si andrebbe solo ad enfatizzare l'autonomia statutaria, prescritta come molto ampia, dalla Legge Delega, proprio in sede di definizione del contenuto delle partecipazioni sociali, non contraddicendo il carattere personalistico delle s.r.l. Si sottolinea, inoltre, come risponda ad un interesse giuridicamente tutelato diversificare su base oggettiva le quote che compongono il capitale sociale delle s.r.l.

Diversamente, M. MAUGERI, *Quali diritti particolari per il socio di società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2004, 1492, secondo il quale l'incorporazione di diritti particolari in quote serializzate è assolutamente precluso dalla struttura organizzativa della s.r.l. improntata sulla persona del socio e, quindi, sull'unicità della quota. In tale orizzonte, la questione della legittimità di categorie di quote diviene un problema di libera trasferibilità dei diritti particolari, ammissibile, a parere dell'Autore, per quelli patrimoniali, non anche per quelli gestori.

falsariga di quanto accade per le s.p.a.²³. Questo secondo esito interpretativo, fatto proprio, come si è visto dalla Commissione societaria meneghina, di certo più innovativo, viene sostenuto con una pluralità di argomentazioni.

In *primis*, si fa leva sul dato letterale, ovvero l'utilizzo della congiunzione «e» all'interno dell'art. 26, 2 comma, d.l. n. 179/2012, il quale andrebbe a scomporre la disposizione in due parti: la seconda parte volta a permettere l'introduzione nello statuto di diritti particolari "reali"; la prima parte avente il pregio di ammettere la standardizzazione delle quote. Si è infatti affermato che non avrebbe avuto senso separare le due preposizioni, se ci si fosse voluti limitare ad abilitare la creazione di quote contenenti diritti diversi²⁴.

In secondo luogo, si evidenzia l'utilizzo del concetto di "categoria", considerato un indice incontrovertibile della legittimità di un processo di standardizzazione ed oggettivizzazione del capitale sociale, il quale può essere diviso in quote unitarie, indivisibili e cumulabili in capo ad uno stesso soggetto, contenenti diritti diversi dalle quote ordinarie²⁵.

Infine, la standardizzazione delle quote appare essere una soluzione in linea con la possibilità di offrire queste ultime sul mercato, come previsto dall'art. 26 d.l. n. 179/2012 che

²³ La duplice soluzione ermeneutica viene sottolineata da P. BENAZZO, *La s.r.l. start-up innovativa*, in *N. leggi civ.*, 2014, 1116- 1117, il quale opta per la seconda linea interpretativa, nella consapevolezza che così facendo si va a scardinare un ulteriore elemento del labile confine tra s.r.l. e s.p.a.

Sul dato testuale dell'art. 26, 2 comma, d.l. n. 179/2012, cfr., C. LIMATOLA, *Passaggi generazionali e posizioni di governo nella s.r.l.*, cit., secondo il quale il richiamo all'art. 2468, commi 2 e 3, c.c., contenuto nella seconda parte dello stesso, sta ad impedire che le norme in questione costituiscano ostacolo nel procedimento di emissione e modifica delle categorie di quote, esplicitando come la regola dell'unanimità e i limiti contenutistici dei diritti particolari non debbano condizionare la creazione delle speciali categorie di quote.

²⁴ Il criterio letterale viene utilizzato da P. BENAZZO, *La s.r.l. start-up innovativa*, cit., quando la deroga valeva per le sole s.r.l. *start-up* innovative, poi riproposto dallo stesso Autore (ID., *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?*, cit.) con riferimento alle s.r.l. P.M.I.

²⁵ V., tra gli altri, O. CAGNASSO, *op. cit.*, dove l'attributo «standardizzate» viene accostato a «categorie di quote», senza alcuna particolare aggiunta; allo stesso modo, N. ABRIANI, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, in *RDS*, 2019, 512-513.

Con riferimento alle s.r.l. *start-up* innovative, ma in termini riproponibili per le s.r.l. P.M.I., v., CIRCOLARE ASSONIME n. 11/2013, *L'impresa start up innovativa*, in *Riv. soc.*, 2013, 790 ss.; M. CIAN, *Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*, in *N. leggi civ.*, 2014, 1184, il quale utilizza la locuzione *rapporti standardizzati* come sinonimo di *categorie di quote*, all'atto di interrogarsi sul loro possibile contenuto; M. MALTONI – P. SPADA, *L'impresa start-up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *Riv. not.*, 2013, I, 1122 ss., dove gli Autori si pongono la domanda se sia possibile una standardizzazione parziale delle quote di s.r.l. *start-up* innovative, consentendo la coesistenza tra quote unitarie e quote serializzate. L'interrogativo è paradossale e dimostra come lo scarto tipologico tra s.r.l. *start-up* e s.p.a. sia divenuto talmente labile da far dubitare, non della legittimità della serializzazione del capitale sociale, ma dell'ammissibilità di quote unitarie, di valore nominale diverso dalle altre. Gli Autori sottolineano, altresì, come una delibera che preveda la standardizzazione dell'intero capitale sociale possa essere assunta a maggioranza, in quanto questa scomposizione non altera l'equilibrio tra benefici ed oneri, fissato per ciascun socio, al momento della costituzione della società.

Sottolinea l'ammissibilità di un capitale sociale composto da quote tutte standardizzate, ovvero in cui convivono quote individuali e categorie di quote serializzate, che possono divergere, non solo, per i diritti in esse incorporate, ma anche per il valore nominale delle quote ad esse appartenenti, M. COSSU, *Le start up innovative in forma di società a responsabilità limitata. Profili privatistici*, in *Società, Banche e Crisi d'impresa*, Liber amicorum Pietro Abbadessa, M. CAMPOBASSO- V. CARIELLO- V. DI CATALDO- F. GUERRERA- A. SCIARRONE ALIBRANDI (diretto da), Milanofiori Assago, 2014, 1720.

sul punto deroga all'art. 2468, 1 comma, c.c.²⁶ Una conformazione azionaria del capitale sociale viene ammessa per le imprese innovative e poi per tutte le s.r.l. di piccola e media dimensione, proprio per favorire la diffusione tra il pubblico delle relative quote, incentivata dal legislatore anche prevedendo la possibilità di una loro offerta su portali, nell'ambito del fenomeno del *crowdfunding*²⁷. L'idea di fondo è che le deroghe all'assetto codicistico in questione abbiano avuto come precipuo obbiettivo l'adozione di schemi organizzativi propri del tipo azionario per le s.r.l., sicché risulterebbe incoerente con tali finalità negare a queste ultime l'edificazione del capitale sociale, almeno di quello rappresentato da speciali categorie di quote, in modo affine a quanto si verifica nel modello emulato²⁸.

Parte della dottrina, tra cui la stessa Commissione societaria del Consiglio Notarile di Milano, infine, dando per assodata l'ammissibilità di quote speciali standardizzate, pone l'accento sulla non essenzialità di tale carattere, ritenendo si possano avere partecipazioni dotate di diritti diversi non serializzate²⁹. La serialità, da questo punto di vista, pare essere un carattere volto esclusivamente a favorire, ma non anche a permettere, la collocazione sul mercato, pure tramite portali; apertura al mercato che si sottolinea, peraltro, non essere necessaria per il ricorso a categorie di quote. Quindi, in conclusione, in base a tale prospettiva, ben sarà possibile emettere categorie di quote dotate di diritti diversi e, all'interno della stessa categoria, assegnare partecipazioni di diverso ammontare³⁰.

3. L'ammissibilità della standardizzazione delle quote nella s.r.l.

L'esame complessivo della dottrina sul tema della standardizzazione delle quote di s.r.l. ha permesso di comprendere meglio le origini e le motivazioni del contrasto di opinione che le due massime in commento esprimono. Peraltro, per quanto gli orientamenti notarili

²⁶ Cfr., M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, cit., a parere del quale la standardizzazione non è un fenomeno intrinsecamente correlato alla nozione di categorie di quote, ma alla destinazione al mercato delle stesse.

²⁷ In questa direzione, S. GUIZZARDI, *L'impresa start up innovativa costituita in forma di s.r.l.*, in *Giur. Comm.*, 2016, I, 564. V., però, A. GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, I, 699, il quale sottolinea come la categorizzazione delle partecipazioni sociali non sia indispensabile per offrire le stesse al pubblico, là dove l'offerta potrà avere ad oggetto anche quote ordinarie.

²⁸ Cfr., nuovamente, M. CIAN, *Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*, cit., dove l'Autore sottolinea come le deroghe alla disciplina codicistica siano volute proprio per consentire alle s.r.l. di perseguire le logiche di offerta sul mercato facenti capo al tipo azionario, consentendo di intercettare gli investitori più vari, da dividere in classi, dotando le rispettive partecipazioni di diritti sociali su misura per le loro esigenze e per quelle della società emittente.

²⁹ In questo senso, GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, cit., dove evidenzia come, al momento in cui si va a sollecitare tra il pubblico l'acquisto di quote sociali, la partecipazione attribuita sarà di regola proporzionale all'investimento, a prescindere dal suo essere unitaria, ovvero divisa in un certo numero di parti omogenee. Cfr., sul punto, M. SPERANZIN, *S.r.l. piccole- medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto)*, in *Riv. soc.*, 2018, 353, a parere del quale, dopo il 2017, la posizione dei soci di s.r.l. P.M.I. possa essere differenziata attraverso più tecniche: i diritti particolari inerenti la persona del socio, i diritti particolari inerenti la quota e l'emissione di quote accomunate dal medesimo diritto diverso ad esse inerenti, assoggettate ad una disciplina di classe.

³⁰ Così, M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, cit., secondo cui nulla impedisce all'atto costitutivo di delineare unicamente l'aliquota di capitale sociale dotata di diritti diversi, lasciando che il numero e la dimensione delle partecipazioni che compongono ciascuna categoria dipendano dalle vicende circolatorie dei soci assegnatari, fermo restando l'autonomia di ciascuna partecipazione speciale, rispetto a quelle ordinarie, eventualmente detenute da ciascun socio.

in oggetto si scontrino sulla standardizzazione con riferimento alle sole speciali categorie di quote, la problematica può essere vagliata per l'organizzazione dell'intero capitale sociale, anche se formato unicamente da quote ordinarie.

Come si è avuto modo di illustrare, la questione della possibile serializzazione delle partecipazioni di s.r.l. non è sorta con la novella apportata dall'art. 57, 1 comma, del d.l. n. 50/2017 e con l'introduzione dell'art. 26, d.l. n. 179/2012, ma ha accompagnato tutta la complessa evoluzione del tipo. In dottrina, infatti, fin dall'emanazione del Codice civile del 1942 vi sono state voci volte a negare al socio di s.r.l. la possibilità di detenere una partecipazione sociale composta da più unità, di uguale valore nominale, attributive di identici diritti, autonome tra loro ed indivisibili: il rilievo che in tale tipologia societaria doveva assumere la persona del socio avrebbe obbligato a suddividere il capitale sociale esclusivamente con riferimento al numero dei membri della compagine sociale e all'entità dei rispettivi conferimenti. A tali orientamenti si sono associate voci di stampo contrario, volte a sottolineare come una suddivisione del capitale sociale in parti uguale, a prescindere dal numero dei soci e dal loro investimento nella società, non contrasti con alcuna norma vigente né con alcun interesse giuridicamente tutelabile, estraneo a quello dei soci che tale scelta statutaria hanno operato. Dopo la Riforma del 2003, in particolare, il dibattito ha ruotato intorno al significato da attribuire al divieto di emettere azioni, di cui all'art. 2468, 1 comma, c.c., dividendosi il panorama dottrinale tra coloro i quali ricollegano a questa norma una preclusione alla standardizzazione delle quote e coloro i quali ritengono che la disposizione impedisca, soltanto, un sistema di legittimazione e circolazione delle quote di s.r.l. di tipo cartolare. Entrambe le massime dimostrano di aderire alla prima opzione ermeneutica, seppur con conclusioni diametralmente opposte.

In particolare, con la massima I.N.6, il Comitato Triveneto dei Notai sostiene che dal divieto di incorporare le partecipazioni in azioni, di cui all'art. 2468, 1 comma, c.c., sia enucleabile un principio di unicità della quota di s.r.l., espresso altresì dal disposto degli artt. 2481-ter, 2 comma, c.c. e 2482-quater c.c.³¹. Pertanto, l'art. 26, 2 comma, d.l. n. 179/2012 altro non avrebbe concesso se non la possibilità di incorporare specifiche prerogative nelle quote sociali, senza che le stesse debbano più essere riferite alla persona dei soci. In questa ottica, le categorie speciali di quote sarebbero unitarie, come le quote ordinarie, e quindi di ammontare pari alla frazione di capitale sociale rappresentato, mutabile in base alle successive vicende circolatorie.

Sotto tale profilo, va sottolineato come parte della dottrina condivida l'idea secondo cui l'avere ammesso la creazione di categorie di quote non significhi, necessariamente,

³¹ In merito al richiamo all'art. 2481-ter c.c., va precisato come la norma si limiti a prescrivere la regola, presente anche nel tessuto normativo delle s.p.a. all'art. 2442, 2 comma, c.c., secondo la quale l'aumento gratuito, attuandosi attraverso risorse già indirettamente spettanti ai soci, non ne deve alterare le rispettive posizioni all'interno della società. La circostanza per la quale in sede di aumento gratuito non sia possibile, invece che aumentare il valore della quota, attribuire una quota di nuova emissione, come accade nelle s.p.a., rappresenta un corollario del principio di unicità della quota (v., in questo senso, G. ZANARONE, *Della Società a responsabilità limitata*, cit.), non potendone, al contrario, rappresentare il fondamento. Analogamente, poco calzante per dimostrare l'esistenza del principio di unicità si rivela il riferimento all'art. 2482-quater c.c., il quale nella parte in cui stabilisce che l'operazione di riduzione per perdite deve avvenire senza modificare le partecipazioni ed i diritti dei soci, si limita a prescrivere non altro che la neutralità dell'operazione di riduzione.

averne permesso la standardizzazione³², al di là dell'affinità terminologica tra l'art. 2346 c.c. e l'art. 26, 2 comma, del d.l. n. 179/2012, evidenziata dal Consiglio Notarile di Milano³³. Sviluppando tale ragionamento, può notarsi come la cifra caratterizzante delle speciali categorie di azioni consiste nell'attribuire prerogative differenti da quelle proprie delle azioni ordinarie ai rispettivi titolari³⁴, tutelabili tramite una specifica disciplina di classe. Ora è possibile che il legislatore, all'atto di abilitare le s.r.l. innovative, e poi tutte le s.r.l. P.M.I., ad emettere categorie di quote, avesse avuto di mira solo il dato "contenutistico" delle azioni speciali, ovvero il loro incorporare specifici diritti, senza considerare l'aspetto della loro standardizzazione ed emancipando, tra l'altro, la differenziazione delle prerogative spettanti al socio dalla regola dell'unanimità, prevista dall'art. 2468, 4 comma, c.c.³⁵ Quindi non può essere escluso che, con il disposto dell'art. 26, 2 comma, d.l. n. 179/2012, si sia voluto unicamente garantire alle s.r.l. P.M.I., disposte ad offrire le proprie quote sul mercato, la possibilità di assegnare all'investitore partecipazioni vicine alle sue esigenze, in quanto eventualmente prive del diritto di voto e privilegiate nella distribuzione degli utili, capaci di essere negoziate conservando le stesse caratteristiche³⁶. Questo risultato era, infatti, più difficilmente perseguibile tramite il dettato dell'art. 2468, 3 comma, c.c., e comunque, in base al regime previsto per le s.r.l. ordinarie³⁷.

³² Peraltro, come si è notato nel precedente paragrafo, anche in dottrina, il problema dell'incorporazione del diritto particolare nella quota è stato scisso da quello della sua standardizzazione, a dimostrazione del fatto che le due questioni viaggino su piani differenti.

³³ V., infatti, M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, cit., secondo il quale la possibilità di standardizzare, in senso oggettivo, le quote non rappresenta una conclusione implicata dalla nozione di categoria di quote.

³⁴ Sulla nozione di categoria di azione e sulla relatività dello stesso concetto, v., per tutti, A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, 60 ss., il quale rileva come: «Dalla diversità dei diritti nasce dunque la nozione di categoria: nozione quindi del tutto relativa, la quale può avere un significato solo in seno a una sola e medesima società».

³⁵ Peraltro, come si è notato nel precedente paragrafo, anche in dottrina il problema dell'incorporazione del diritto particolare nella quota è stato scisso da quello della sua standardizzazione, a dimostrazione del fatto che le due questioni viaggiano su piani differenti.

³⁶ Sul punto pare opportuno ricordare come per le s.r.l. P.M.I. non sia espressamente richiamato l'art. 26, 3 comma, d.l. n. 179/2012, che consente alle società innovative in modo espresso l'emissione di quote a voto limitato. Queste ultime vengono, in ogni caso, ritenute ammissibili in considerazione dell'ampio tenore letterale del terzo comma, dello stesso art. 26 relativo in generale alle categorie di quote, ma soprattutto argomentando della paradossalità di non permettere alle s.r.l. aperte l'emissione di quote confacenti proprio alle esigenze di offerta di partecipazioni sul mercato: così O. CAGNASSO, *op. cit.*; M. SPERANZIN, *op. cit.*

³⁷ Com'è stato precedentemente esaminato (v. nt. 20- 21- 22), è dubbia per le s.r.l. ordinarie la possibilità di costituire quote che incorporino diritti particolari. In secondo luogo, è altrettanto discusso che il diritto particolare possa consistere in una diminuzione e non in un potenziamento delle prerogative del socio, al di là dello svantaggio riflesso che l'assegnazione di un certo diritto particolare può determinare sugli altri soci, v., in questo senso, tra i tanti, M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, cit.

In questo generale problema si inserisce quello della possibilità di emettere quote prive del diritto di voto nelle s.r.l. ordinarie, negata dai più: v. BLANDINI, *op. cit.*, secondo il quale le limitazioni del diritto di voto possono aversi solo su specifici argomenti, in conseguenza del diritto particolare attribuito ad altri soci; O. CAGNASSO, *op. cit.*, che giustifica la conclusione di segno negativo, in considerazione del dettato dell'art. 2479, 5 comma, c.c., che obbligherebbe in modo inderogabile tutti i soci a prendere parte alle decisioni sociali; G. ZANARONE, *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, in *Liber Amicorum Campobasso*, I, Torino, 2006, 83, nt. 79, il quale utilizzava come ragione ostativa, invece, il dettato dell'art. art. 2247 c.c., che obbligherebbe tutti i soci a prendere parte alle decisioni sociali. Siffatta conclusione viene, invece, brillantemente contrastata da M. SPERANZIN, *op. cit.*, che dimostra l'infondatezza dei citati argomenti, giungendo ad ammettere che il socio possa essere privato del diritto di voto con decisione unanime nelle s.r.l. ordinarie, fermo restando gli altri diritti partecipativi allo stesso attribuiti. Vedi, in argomento, *Orientamenti*

Peraltro, pur ammettendo che l'art. 26, 2 comma, d.l. n. 179/2012 non legittimi l'emissione di quote seriali, per arrivare a suffragare la posizione affermata dal Comitato Tri-veneto dei Notaio, per cui le quote speciali, come quelle ordinarie, devono costituire obbligatoriamente partecipazioni individuali, se ne dovrebbe condividere la premessa maggiore: ovvero che il divieto di rappresentare le quote tramite azioni, di cui all'art. 2468, 1 comma, c.c., effettivamente preclude la standardizzazione delle partecipazioni sociali.

Come si è osservato, l'autorevole orientamento dottrinale volto a ricomprendere il divieto di standardizzazione nel dettato dell'art. 2468, comma 1, c.c. poggiava il proprio convincimento, in *primis*, sul significato minimo attribuibile al termine *azione*, una volta che con la Riforma del 2003 si era permesso alle s.p.a. di escludere l'emissione di titoli azionari. Infatti, se la società priva di titoli emessi avesse anche escluso l'assoggettamento delle azioni al regime dematerializzato, previsto dall'art. 2354, 2 comma, c.c., le sue azioni non sarebbero state né *titoli di crediti*, né *scritture in conto*, ma soltanto *partecipazioni-tipo, di valore unitario pari ad una frazione del capitale sociale*. La contestualità tra l'introduzione della regola di cui all'art. 2346, 1 comma, c.c. (prima sancita in un provvedimento normativo estraneo al codice civile: il r.d. n. 239/1942) e quella sancita dall'art. 2468, 1 comma, c.c., avrebbero dovuto dimostrare che proprio tale ultimo concetto avesse in mente il legislatore nel vietare alle s.r.l. l'emissione di azioni³⁸. In merito ad una simile deduzione, può sottolinearsi come costituisca un percorso incerto quello volto a definire un concetto, basandosi sul caso limite e non su quello comune.

Peraltro, l'argomentazione volta ad espandere il dettato dell'art. 2468, 1 comma, c.c., in modo da impedire la standardizzazione delle quote nelle s.r.l., esplicitamente, si propone di evitare l'assottigliamento del confine tra s.r.l. e s.p.a., esaltando il principio di «rilevanza centrale del socio», valido nel primo tipo, contrapposto alla regola di «rilevanza centrale dell'azione», propria del secondo³⁹. A ben vedere, però, all'esito del d.l. n. 50/2017 e certamente anche in conseguenza della riformulazione dell'art. 2475, 1 comma, c.c., questo argomento tipologico non è più proponibile⁴⁰. Infatti, la distanza tra s.r.l. e

del Consiglio Notarile di Milano, massima n. 138, secondo cui in tutte le s.r.l. può essere prevista una clausola generale che disciplini in modo non proporzionale il diritto di voto, anche senza ricorrere alla previsione di un diritto particolare, ai sensi dell'art. 2468, 3 comma, c.c.

³⁸ Cfr., per tutti, G. ZANARONE, *Della Società a responsabilità limitata*, cit.

³⁹ V., infatti, ancora, G. ZANARONE, *Della Società a responsabilità limitata*, cit.

⁴⁰ L'art. 2475, 1 comma, c.c., era stato riscritto dall'art. 377 del C.C.I., nel senso di attribuire in via esclusiva agli amministratori di s.r.l. la gestione dell'impresa. Questa formulazione è stata recentemente corretta dall'art. 40, d.lgs. n. 47/2020, in modo da attribuire, in via esclusiva, agli amministratori soltanto la predisposizione di assetti organizzativi amministrativi e contabili, di cui all'art. 2086, 2 comma, c.c. In merito a questo recente passo indietro del legislatore si è rivelata decisiva la spinta di una parte della dottrina, volta a sottolineare le difficoltà di conciliare l'attribuzione esclusiva della gestione agli amministratori, con altre norme presenti nello statuto normativo della s.r.l. che consentono o presuppongono l'esercizio di poteri gestori da parte dei soci (artt. 2468, 3 comma, 2479, commi 1 e 2 n. 5, 2476, 8 comma, c.c.). V., tra i tanti, N. ABRIANI – A. ROSSI, *Nuova disciplina della crisi d'impresa e modificazioni del codice civile: prime letture*, in *Società*, 2019, 393 ss., i quali avevano, appunto, proposto una lettura correttiva del precedente art. 2475, 1 comma, c.c., tale da considerare propria degli amministratori solo la gestione organizzativa e non quella operativa. Diversamente, un'interpretazione più letterale e meno abrogante veniva prospettata, tra gli altri, da V. DI CATALDO – S. ROSSI, *Nuove regole generali per l'impresa nel nuovo Codice della crisi e dell'insolvenza*, in *RDS*, 2018, 748 ss., che si erano dimostrati maggiormente propensi a rileggere le norme della s.r.l., sulla base del mutato tenore dell'art. 2475, 1 comma, c.c.

Peraltro, per quanto sia stata ridimensionata la portata dirompente della precedente versione dell'art. 2475, 1 comma, c.c., l'attribuzione della competenza esclusiva sugli assetti agli amministratori produce, in ogni caso, un ridimensionamento del potere di interferenza sulla gestione dei soci di s.r.l., soprattutto in vista

s.p.a. si è ulteriormente ridotta a causa della possibile apertura al mercato delle s.r.l. P.M.I., del potere di emettere categorie speciali di quote, dotate di diritti diversi (anche di stampo negativo), non più spettanti al socio in quanto tale, ma alla sua partecipazione e, infine, in conseguenza dell'affidamento di maggiori poteri gestori agli amministratori, a discapito dei soci⁴¹. L'economia del presente lavoro non consente, in alcun modo, di potersi soffermare sull'ibridazione dei tipi avutasi all'interno delle società di capitali⁴²; ciò che, però, può osservarsi è come sia venuta meno la principale motivazione, per cui dall'art. 2468, 1 comma, c.c. fosse ricavabile il divieto di standardizzazione delle partecipazioni sociali, ovvero quella di preservare l'emancipazione delle s.r.l. dallo statuto normativo delle s.p.a., voluta dal legislatore del 2003. Avere previsto, da parte del legislatore, l'apertura al mercato per le s.r.l. P.M.I., elimina, infatti, la rigida contrapposizione tra una società necessariamente chiusa al mercato (la s.r.l.) e società potenzialmente sempre aperta (la s.p.a.), che impediva alla prima di articolare il proprio capitale sociale in modo affine alla seconda⁴³. Ad oggi, non esistono più, dunque, quelle ragioni legate al tipo sociale, quanto meno per le s.r.l. P.M.I., che ostacolano la standardizzazione totale o parziale del capitale sociale, ancorché non composto da quote speciali⁴⁴.

delle difficoltà di distinguere gestione organizzativa e gestione operativa, come giustamente osservato da G. A. RESCIO, *Brevi note sulla 'gestione esclusiva dell'impresa' da parte degli amministratori di s.r.l.: distribuzione del potere decisionale e doveri gestori*, in *il-societario.it*.

⁴¹ Cfr.: L. CALVOSA, *Gestione dell'impresa e della società alla luce dei nuovi artt. 2086 e 2475 c.c.*, in *Società*, 2019, 800 ss., a parere della quale, con l'emanazione del C.C.I., e la conseguente modifica dell'art. 2475, 1 comma, c.c., prima della sua recentissima correzione che però, come si è detto nella nota precedente, modifica fino ad un certo punto i termini della questione, si sarebbe completato il processo di riavvicinamento del modello s.r.l. a quello delle s.p.a., iniziato con la disciplina riservata alle P.M.I., sul piano finanziario e completato, ora, sul piano della *governance*, determinando il ritorno della s.r.l. quale "piccola anonima",

⁴² La tematica ancor prima che il legislatore intervenisse a generalizzare per tutte le s.r.l. le deroghe previste per le società innovative è stato discusso ampiamente da P. MONTALENTI, *Il diritto societario dai "tipi" ai "modelli"*, in *Giur. Comm.*, 2016, II, 420 ss. Sull'impatto dirompente che l'art. 57, 1 comma, d.l. n. 50/2017 ha prodotto sulla collocazione del tipo s.r.l. v., invece, M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, cit.; P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?*, cit., questi Autori, pervenendo a diverse soluzioni, si sono sul punto interrogati su quali norme della s.r.l. debbano intendersi derogate nel caso in cui la società si organizzi come società aperta ed in che termini e misura debba farsi ricorso all'applicazione analogica dello statuto normativo delle s.p.a. Sul punto, ma con specifico riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto, O. CAGNASSO, *op. cit.*, M. SPERANZIN, *op. cit.*

⁴³ In questo senso, P. SPADA, *L'emissione dei titoli di debito nella "nuova" società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2003, I, 801, secondo il quale ulteriore argomento che si oppone alla possibilità di standardizzare le quote, all'esito della Riforma del 2003, consisterebbe nella scomparsa della regola contenuta nel precedente art. 2482 c.c., dove lo statuto era espressamente autorizzato a derogare la regola della divisibilità delle quote.

⁴⁴ Ciò non significa ritenere implicitamente abrogato per le s.r.l. P.M.I. l'art. 2468, 1 comma, c.c., come sostenuto dal Consiglio Notarile di Milano, avendo operato un'interpretazione evolutiva di tale norma, cui non è più riconducibile la finalità di differenziare le s.r.l. dalle s.p.a., una volta che il legislatore si è mosso in senso opposto.

Sotto il profilo della tacita abrogazione del divieto di rappresentare le quote di s.r.l. tramite azioni, va evidenziata l'osservazione di P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?*, cit., a parere del quale, una volta che con l'art. 100-ter t.u.f. è stato previsto per le quote di s.r.l. P.M.I. un meccanismo di circolazione analogo a quello della gestione accentrata stabilito per il trasferimento delle azioni dematerializzate di s.p.a., non può più negarsi che le s.r.l. possano emettere azioni, quali partecipazioni al capitale sociale suscettibile di circolazione cartolare.

Infine, va evidenziato come il d.l. n. 50/2017 abbia, dal canto suo, ulteriormente esteso l'*autonomia statutaria* della s.r.l. P.M.I., andando così a rafforzare le argomentazioni di coloro i quali basavano l'ammissibilità di quote standardizzate proprio sull'ampiezza dell'autonomia negoziale caratterizzante il tipo⁴⁵. Sul punto, per quanto non possa negarsi che la possibilità di standardizzare le quote sociali rappresenti una soluzione sistematicamente in linea con la facoltà di aprirsi al mercato, prevista per le sole s.r.l. P.M.I., le menzionate ragioni, da sempre presenti, di *favor* per l'autonomia statutaria nelle s.r.l., potrebbero portare a ritenere legittima la suddivisione spersonalizzata del capitale sociale anche per le s.r.l. di maggiori dimensioni, in cui l'apertura al mercato è assolutamente preclusa. In tali società, di fatti, una simile organizzazione del capitale sociale potrebbe essere comunque scelta, se non per favorire la diffusione delle quote tra il pubblico, per agevolare i soci nell'esercizio dei relativi diritti sociali⁴⁶.

In conclusione, sembra potersi affermare che il principio di unicità della quota di s.r.l., proclamato dal Comitato Triveneto dei Notai, sia oggi in base ad un'interpretazione evolutiva dell'art. 2468, 1 comma, c.c., privo del suo principale referente normativo e, dunque, incapace di precludere una certa conformazione delle partecipazioni di s.r.l. P.M.I. Quanto detto porta a fare proprie, quindi, le diverse conclusioni del Consiglio Notarile di Milano, là dove considera le speciali categorie di quote edificabili sia come partecipazioni *individuali*, sia come partecipazioni *standardizzate*.

4.1. Tecniche redazionali

Alla luce della più convincente legittimità di categorie speciali di quote *individuali* e *standardizzate*, le seguenti proposte redazionali riguarderanno entrambe le ipotesi in discussione, andando a considerare esclusivamente alcuni degli aspetti dello Statuto coinvolti dall'emissione di quote dotate di diritti diversi.

4.2. S.r.l. P.M.I. con quote standardizzate, speciali e ordinarie

Articolo ...

Capitale sociale

1. Il capitale sociale è di euro 10.000,00, composto n. 10.000,00 quote aventi valore nominale pari ad Euro 1,00 ognuna, di cui:

- n. 6.000,00 ordinarie
- n. 2.000,00 di categoria "A", c.d. QUOTE A
- n. 2.000,00 di categoria "B" c.d. QUOTE B

2. Il capitale sociale può essere aumentato anche mediante emissione di quote aventi diritti diversi da quelle già emesse.

3. Nel caso in cui l'aumento di capitale sia deliberato mediante emissione di quote dotate di diritti diversi da quelle già emesse, che pregiudichino i diritti spettanti alle quote in circolazione, è necessaria una delibera favorevole dell'assemblea speciale dei titolari

⁴⁵ In questo senso, P. ABBADESSA, *op. cit.*; DE STASIO, *Commento all'art. 2325*, cit.

⁴⁶ Cfr., N. DE LUCA, *op. cit.*

delle quote speciali danneggiate, assunta con le maggioranze previste dall'art. 2376 c.c.
oppure

3. Nel caso in cui l'aumento di capitale sia deliberato mediante emissione di quote dotate di diritti diversi da quelle già emesse che pregiudichino i diritti spettanti alle quote in circolazione, non è richiesta alcuna delibera assunta ai sensi dell'art. 2376 c.c.

Articolo ...

Quote sociali

1. Le quote sociali sono indivisibili.

2. Fatti salvi i diritti particolari ex art. 2468, 3 comma, c.c. previsti dal presente Statuto (da inserire ove previsti), tutte le quote conferiscono uguali diritti patrimoniali e amministrativi, fatta eccezione per i diritti diversi e le limitazioni previsti dal presente Statuto che caratterizzano:

- le QUOTE A (disciplina dei diritti e delle limitazioni previste per tale categoria);*
- le QUOTE B (disciplina dei diritti e delle limitazioni previste per tale categoria).*

3. Il trasferimento delle speciali categorie di quote non modifica le prerogative in esse incorporate e segue la regola di circolazione prevista al successivo art.

4.3. S.r.l. P.M.I. con quote individuali di cui alcune speciali

Articolo ...

Capitale sociale

1. Il capitale sociale è di euro 10.000,00, composto:

per euro 6.000,00 da quote ordinarie,

per euro 2.000,00 da una quota A dotata del diritto previsto nel successivo art. 5.2,

per euro 2.000,00 da una quota B dotata del diritto previsto nel successivo art. 5.2.

2. Il capitale sociale può essere aumentato anche mediante emissione di quote aventi diritti diversi da quelle già emesse.

3. Nel caso in cui l'aumento di capitale sia deliberato mediante emissione di quote dotate di diritti diversi da quelle già emesse, che pregiudichino i diritti spettanti alle quote in circolazione, è necessario il consenso della maggioranza del capitale sociale costituito dalle quote speciali pregiudicate dalla delibera.

oppure

3. Nel caso in cui l'aumento di capitale sia deliberato mediante emissione di quote dotate di diritti diversi da quelle già emesse che pregiudichino i diritti spettanti alle quote in

circolazione, non è richiesto alcun consenso da parte dei soci titolari delle quote speciali pregiudicate⁴⁷.

Articolo ...

Quote sociali

1. Tutte le quote sociali sono divisibili.

2. Fatti salvi i diritti particolari ex art. 2468, 3 comma, c.c. previsti dal presente Statuto (da inserire ove previsti), tutte le quote conferiscono diritti patrimoniali e amministrativi in proporzione alla percentuale di capitale sociale rappresentata, fatta eccezione per i diritti diversi e le limitazioni previsti dal presente Statuto che caratterizzano:

- la QUOTA A (disciplina dei diritti e delle limitazioni previste per tale quota speciale);*
- la QUOTA B (disciplina dei diritti e delle limitazioni previste per tale quota speciale).*

3. Le quote dotate di diritti diversi possono essere cedute totalmente o parzialmente. In ogni caso il loro trasferimento non modifica le prerogative in esse incorporate e segue la regola di circolazione prevista al successivo art. ... (nel caso in cui alle quote è attribuito un diritto, come ad esempio il diritto di exit, il cui moltiplicarsi o frazionarsi non ne pregiudica l'esercizio)

oppure

3. Le quote dotate di diritti diversi possono essere cedute totalmente o parzialmente,

- nel caso in cui sia trasferita l'intera quota, la cessione non modifica le prerogative in essa incorporate e segue la regola di circolazione prevista al successivo art. ...,*
- nel caso in cui la cessione riguardi solo parte della quota (segue specifica disciplina che potrebbe, tra l'altro, alternativamente, prevedere la permanenza del diritto speciale in capo al cedente, o il suo trasferimento al cessionario, eventualmente in base all'aliquota di capitale sociale rappresentata dalla frazione di quota ceduta).*

⁴⁷ In tale ipotesi, lo statuto potrebbe, però, stabilire che i titolari delle quote speciali pregiudicati, se assenti, astenuti e dissenzienti, rispetto alle delibere in oggetto, godano del diritto di recesso, quale strumento di tutela delle loro istanze.

DALLE AZIONI RISCATTABILI ALLE RISCATTANDE: I LIMITI ALL'AUTONOMIA PRIVATA NEL RISCATTO AZIONARIO

PIETRO COPPINI

DOTTORANDO DI RICERCA, UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PAVIA

SOMMARIO: 1. Le massime notarili – 2. Tra azioni riscattabili e azioni riscattande: diverse esigenze a confronto – 3. Il panorama normativo in tema di riscatto azionario – 4.1. La disciplina delle azioni riscattabili – 4.2. I principi di matrice comunitaria – 4.3. Le soluzioni operative sull'introduzione... – 4.4. ... e sul funzionamento delle azioni riscattabili – 5. Le azioni riscattande: cenni sulla disciplina e figure affini – 6.1. Azioni riscattande, prezzo di vendita e patto leonino – 6.2. Azioni riscattande e opzione *put* – 6.3. Il fenomeno del c.d. finanziamento partecipativo – 6.4. Il perimetro del patto leonino nelle azioni riscattande – 7.1. Tecniche redazionali – 7.2.1. Categoria di azioni riscattabili: potere di riscatto in capo alla società – 7.2.2. Categoria di azioni riscattabili: potere di riscatto in capo ai soci – 7.3. Riscattabilità quale condizione generale in cui ogni azione può incorrere – 7.4.1. Categoria di azioni riscattande: obbligo in capo alla società – 7.4.2. Categoria di azioni riscattande: obbligo in capo ai soci.

1. Le massime notarili

Consiglio Notarile di Milano, Massima 99: Azioni riscattabili e introduzione della clausola di riscatto

La riscattabilità delle azioni a norma dell'art. 2437-sexies c.c., intesa come soggezione delle stesse al potere di riscatto da parte della società o dei soci, può essere una delle caratteristiche ovvero l'unica caratteristica che le differenzia dalle altre azioni che compongono il capitale, concretandosi in tal modo "categoria", a norma dell'art. 2348 secondo comma. La stessa riscattabilità può inoltre essere prevista quale condizione in cui qualsiasi azione può incorrere, al verificarsi di particolari eventi (ad esempio, a seguito del mancato rispetto del diritto di prelazione o di altro vincolo statutario alla circolazione ovvero per il superamento di un predeterminato limite di possesso, sia verso l'alto che verso il basso). La soggezione di azioni o categorie di azioni al riscatto può essere stabilita, oltre che in sede di atto costitutivo, anche con successiva modifica statutaria, purché consti – ove si tratti di attribuire tale carattere ad azioni già in circolazione – il consenso dei titolari di tali azioni. Le azioni riscattabili possono essere invece previste con delibera assembleare adottata con le maggioranze normalmente richieste per le modificazioni dello statuto qualora:

- sia consentito (e non imposto) ai soci di trasformare le loro azioni in azioni riscattabili, ovvero;
- si tratti di aumento di capitale a pagamento con emissione di nuove azioni riscattabili, ovvero;
- la riscattabilità sia prevista quale condizione in cui qualsiasi azione può incorrere al verificarsi di particolari situazioni e – al momento dell'inserimento – nessuno degli azionisti si trovi in tali situazioni (ad esempio, qualora sia previsto che il riscatto possa operare in caso di superamento di una determinata soglia di possesso azionaria, e nessuno degli azionisti possieda, al momento dell'inserimento, quella quota).

Consiglio Notarile dei Distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, Massima 67: Azioni riscattande, prezzo di vendita e patto leonino

Lo statuto di una società per azioni può legittimamente creare categorie di azioni che incorporano il diritto ad ottenere il loro acquisto ad opera di altri soggetti (c.d. azioni “riscattande”).

Ai fini della validità delle azioni riscattande non trovano applicazione i limiti previsti per la diversa categoria tipica delle azioni riscattabili (art. 2437-sexies c.c.); lo statuto potrà pertanto prevedere criteri di determinazione del prezzo di vendita più penalizzanti e termini di pagamento meno favorevoli rispetto a quelli indicati per la liquidazione della quota del socio receduto, ai sensi degli artt. 2437-ter e 2437-quater c.c.

Qualora onerati dell'acquisto siano i titolari di altre categorie di azioni, la legittimità della clausola presuppone che la determinazione del prezzo di vendita abbia luogo sulla base di parametri collegati – anche soltanto in parte (purché non irrisoria) – all'effettivo valore della società o, in alternativa, sia inferiore al prezzo di acquisto delle azioni; in caso di prezzo predeterminato a priori in una misura fissa, pari o superiore al prezzo di acquisto, la validità della previsione statutaria presuppone che il diritto al riscatto sia subordinato al verificarsi di condizioni non meramente potestative.

Ove, invece, onerata sia la società medesima, la sussistenza dei limiti di legge all'acquisto delle azioni proprie, cui l'operazione dovrebbe essere espressamente assoggettata, è condizione sufficiente ad assicurare la legittimità di qualsiasi previsione statutaria circa la determinazione del prezzo di vendita delle azioni riscattande.

2. Tra azioni riscattabili e azioni riscattande: diverse esigenze a confronto

Al fine di inquadrare correttamente il tema del presente contributo è, innanzitutto, necessario definire gli istituti che ne costituiscono l'oggetto. Per riscatto azionario si intende il caso in cui un soggetto (solitamente la società o gli altri soci) acquisti da un socio la totalità o parte del pacchetto azionario di titolarità di quest'ultimo a seguito dell'esercizio di un potere¹. Pur trattandosi di una fattispecie che sfocia in una compravendita di azioni, la sua peculiarità è data dall'attribuzione, ad una delle parti dello schema sopra descritto,

¹ Per tutti, sulla definizione di riscatto azionario, si rimanda a L. CALVOSA, *Le clausole di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995, *passim*; M. CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, I, 51, nt. 1 e A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni e altri strumenti partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, 1307 ss.

del potere di decidere *se* addivenire alla cessione azionaria. Tale potere può infatti sussistere tanto in capo al soggetto acquirente (e, in tal caso, saremo di fronte alle cc.dd. azioni riscattabili), quanto in capo al soggetto alienante (trattandosi, in questa ipotesi, delle cc.dd. azioni riscattande).

Nel primo caso, dunque, è dato al soggetto riscattante (la società o gli altri soci) il potere di decidere *se* e *quando* procedere al riscatto delle azioni riscattabili, i cui titolari si trovano pertanto in una posizione di soggezione, in quanto subiscono una cessione *coattiva* delle loro azioni.

Il quadro descritto subisce un ribaltamento nel caso delle azioni riscattande: in questa fattispecie, infatti, è il titolare del pacchetto azionario a decidere *se* e *quando* vendere le proprie azioni, imponendo alla società o agli altri soci (che si troveranno, in tale occasione, in posizione di soggezione) il riscatto delle sue azioni.

Nelle ipotesi appena esaminate, dunque, viene a modificarsi il soggetto a cui è attribuito il potere decisionale relativo al riscatto azionario: un simile ribaltamento di ruoli ha rilevanti conseguenze a livello di disciplina, come emerge da una prima lettura delle massime notarili in commento. Tale differenza è giustificata dal fatto che, al modificarsi del soggetto che può “attivare” il meccanismo di riscatto azionario, cambiano gli interessi da bilanciare all’interno di ciascuna fattispecie.

Nel caso delle azioni riscattabili, la disciplina dettata tanto dalle massime in commento quanto dall’art. 2437*sexies* c.c. è sostanzialmente riconducibile, da un lato, alla volontà di evitare possibili abusi ad opera del gruppo di controllo della società e, dall’altro lato, alla necessità di garantire al socio, che subisce tale riscatto, una corretta valorizzazione della sua partecipazione sociale. Se su quest’ultimo punto, è già sufficiente la tutela assicurata dalla legge (attraverso il rinvio all’art. 2437*ter* c.c.), si vedrà come la massima 99 del Consiglio Notarile di Milano si concentri piuttosto sulla prevenzione degli abusi di maggioranza, che si potrebbero verificare al momento dell’introduzione o dell’esercizio del riscatto azionario.

Ben diverse sono le esigenze avvertite in presenza di azioni riscattande. Del resto, in questo caso è il socio “riscattato” a decidere se dismettere o meno le proprie partecipazioni. Pertanto, come già avvenuto in altre ipotesi², essendo il socio che “subisce” il riscatto libero di decidere se attivare tale procedimento, non si porranno problemi relativi alla corretta valorizzazione delle azioni di sua titolarità: anche se il prezzo fosse inferiore rispetto al valore reale del pacchetto azionario, il socio resterebbe sempre libero di non richiedere il riscatto, decidendo così di non alienare le partecipazioni. Trattandosi appunto di un potere concesso al titolare delle azioni riscattande, non potrà neppure configurarsi un’ipotesi di abuso di maggioranza: al contrario, proprio il soggetto tenuto al riscatto

² Si pensi ai casi di recesso convenzionale, o all’ipotesi della clausola di *tag along*, in cui è data al socio una facoltà di dismettere la propria partecipazione ulteriore rispetto ai casi già contemplati dalla legge. In tal caso, si ammette (si vedano, in particolare, le massime del Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 74, *Cause convenzionali di recesso* (artt. 2437 e 2473 c.c.), 22 novembre 2005 e Massima n. 88, *Clausole statutarie disciplinanti il diritto e l’obbligo di “covendita” delle partecipazioni* (artt. 2355-bis e 2469 c.c.), 27 novembre 2005) la libera determinabilità del valore di recesso o di alienazione, in quanto il socio è libero di decidere se vendere o meno alle condizioni paventategli, senza che ciò vada ad incidere sul diritto di *exit* nelle ipotesi inderogabilmente previste dalla legge.

azionario potrebbe subire le (pregiudizievoli) conseguenze della libera scelta compiuta dal socio riscattato³.

Le criticità si spostano, pertanto, su tutt'altro piano: le azioni riscattande potrebbero in concreto rappresentare un modo attraverso il quale il loro titolare si sottrae *in toto* alle perdite subite *medio tempore* dalla società. Se in questo modo si garantisse l'assoluta e costante esclusione del socio dai risultati sociali, ciò costituirebbe, allora, una violazione dell'art. 2265 c.c., configurandosi in tal caso un'ipotesi di patto leonino.

Le problematiche presentate dalle due fattispecie si sovrappongono soltanto incidentalmente, quando è la società a procedere al riscatto azionario. In tal caso, a prescindere che si tratti di azioni riscattabili o riscattande, il procedimento dovrà comunque rispettare i limiti di cui agli artt. 2357 e ss. c.c., in tema di acquisto di azioni proprie. L'esigenza alla base della disciplina delle operazioni sulle proprie azioni – individuata, da una parte, nell'evitare il c.d. annacquamento del capitale sociale e, dall'altra parte, nel prevenire un'intrusione degli amministratori nelle decisioni spettanti ai soci⁴ – è, infatti, avvertita ogniquale volta la società (per decisione sia propria che altrui) si trovi ad acquistare e possedere azioni proprie⁵.

3. Il panorama normativo in tema di riscatto azionario

Già prima della riforma del diritto societario del 2003, la dottrina prevalente⁶, nonostante i dubbi paventati dalla giurisprudenza di merito⁷ e la mancanza di un riferimento normativo, aveva riconosciuto piena cittadinanza alle azioni riscattabili. La riforma del 2003 non ha fatto altro che recepire detto orientamento, prevedendo espressamente, all'art. 2437sexies c.c., la possibilità che lo statuto riconosca un potere di riscatto in capo alla

³ Nuovamente, paiono tornare attuali le riflessioni legate al c.d. recesso convenzionale, e ancor di più (come si vedrà di seguito) al c.d. recesso *ad nutum* (vd., in particolare, Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 74, cit.), oltre alla clausola c.d. di *tag along*, in cui il socio di minoranza può decidere se vendere o meno la propria partecipazione insieme al socio di maggioranza, alle medesime condizioni garantite a quest'ultimo, beneficiando così del maggior prezzo che l'acquirente pagherà per ottenere il pacchetto di maggioranza (c.d. premio di maggioranza). Sul punto, cfr. *infra*, par. 6.1.

⁴ Più diffusamente, sulle esigenze tutelate in caso di acquisto, da parte della società, di azioni proprie, E. GINEVRA, *La sottoscrizione di azioni proprie*, in *Liber Amicorum Campobasso*, I, Torino, 2007, 685 ss.

⁵ Fermo restando che, ove il potere decisionale spetti alla società stessa, il riscatto potrebbe essere utilizzato anche per modificare gli equilibri societari, e dunque quale strumento distorsivo del governo societario. Anche sotto tale aspetto, pertanto, le azioni riscattabili potrebbero rappresentare uno strumento volto a porre in essere comportamenti abusivi da parte della maggioranza. Diversamente, in caso di azioni riscattande, l'eventuale effetto distorsivo sarebbe una mera conseguenza *indiretta*, derivante da una decisione assunta dal socio titolare del potere decisionale relativo al riscatto azionario.

⁶ Rappresentata, su tutti, da G.B. PORTALE, *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, in *Riv. soc.*, 1982, 764 ss.; G. PRESTI, *Le clausole di «riscatto» nelle società per azioni*, in *Giur. Comm.*, 1983, II, 404 ss. e L. CALVOSA, *op. cit.*, *passim*.

⁷ Ci si riferisce, in particolare modo, a Trib. Milano, 17 aprile 1982, in *Giur. Comm.*, 1983, II, 397 ss., con nota di G. PRESTI, *Le clausole di «riscatto» nelle società per azioni*, e in *Banca borsa tit. cred.*, 1983, II, 506 ss., con nota di G. CARCANO, *Riscatto di azioni e azioni riscattabili*, che argomentava l'inammissibilità delle azioni riscattabili dal fatto che esse avrebbero eccessivamente ampliato le ipotesi di esclusione del socio dalla società, soprattutto in caso di riscatto non finalizzato. Tale pronuncia era, peraltro, già stata smentita dai giudici di secondo grado, in App. Milano, 14 luglio 1982, in *Giur. Comm.*, 1983, II, 397 con nota di G. PRESTI, *op. cit.*, e in *Banca borsa tit. cred.*, 1983, II, 506 ss., con nota di G. CARCANO, *op. cit.*, e in *Giur. merito*, 1983, I, 593, con nota di V. PENNACCHIO, *Riacquisto di azioni con prestazioni accessorie e diritti individuali del socio*.

società o ai soci.

La norma si caratterizza, già da un primo esame, per due scelte legislative. Innanzitutto, non viene in alcun modo disciplinata l'ipotesi inversa, in cui la società o i soci siano obbligati a riscattare le azioni di un socio (il caso, appunto, delle azioni riscattande): queste ultime avrebbero infatti richiesto una disciplina distinta da quella delle azioni riscattabili, alla luce delle diverse esigenze da contemperare all'interno delle due fattispecie.

La seconda scelta riguarda, invece, la volontà di dettare una normativa "di rinvio", limitandosi infatti ad estendere, alle azioni riscattabili, le disposizioni in tema di liquidazione in caso di recesso del socio (artt. 2437*ter* e 2437*quater* c.c.) e di acquisto di azioni proprie (artt. 2357 e 2357*bis* c.c.)⁸.

La disciplina desunta dall'art. 2437*sexies* c.c. è innanzitutto volta a dare una concreta risposta alla necessità di riconoscere al socio, che subisce il riscatto, una corretta valorizzazione del proprio pacchetto azionario. Per tale ragione, seppur non senza criticità⁹, il legislatore si è premurato di dettare una disciplina che assicuri al socio, che subisce il riscatto, di ottenere in cambio il valore effettivo delle sue azioni.

Il riferimento agli articoli 2357 e 2357*bis* c.c., inoltre, serve per richiamare l'attenzione dell'interprete sul fatto che il riscatto, esercitato proprio dalla società, non sia esente dal rispetto della normativa prevista per le operazioni sulle azioni proprie¹⁰.

In sintesi, il panorama normativo conferma la necessità, avvertita dal legislatore, di dettare una disciplina volta a garantire al socio, che subisce il riscatto, un adeguato valore di liquidazione e, al contempo, evitare l'annacquamento del capitale sociale: ciò risulta coerente con le esigenze sopra contemplate e caratterizzanti la materia delle azioni riscattabili. Il fatto, peraltro, di non estendere la medesima disciplina all'opposta ipotesi delle azioni riscattande testimonia il diverso bilanciamento di interessi che deve essere compiuto al variare del soggetto munito del potere di attivare il procedimento di riscatto

⁸ Alla luce dei rilievi sopra proposti, inoltre, questi rinvii normativi sarebbero stati insufficienti a regolare anche il diverso fenomeno delle azioni riscattande.

⁹ È il caso di notare, infatti, come la norma faccia riferimento agli artt. 2437*ter* e 2437*quater* c.c., in tema di recesso, «in quanto compatibili» e che tale condizione si realizzi quasi esclusivamente per l'art. 2437*ter* c.c. Maggiori perplessità si pongono relativamente al rinvio, compiuto dall'art. 2437*sexies* c.c., all'art. 2437*quater* c.c.: non pare infatti possibile applicare l'intera procedura prevista per il recesso (fattispecie dissimile e maggiormente vicina al caso delle azioni riscattande), dato che – in caso di riscatto esercitato dalla società – è la stessa a dover esercitare il suddetto potere (senza, peraltro, procedere al collocamento delle azioni presso soci o terzi). Né la società potrà deliberare la riduzione del capitale o il suo scioglimento, dal momento che la stessa, nell'esercitare il riscatto, si sarà preventivamente accertata di avere le risorse necessarie per acquistare le azioni. In tal senso, N. CIOCCA, sub art. 2437*sexies*, in G. MARASÀ-N. CIOCCA, *Recesso e riscatto nelle S.p.A. Commento agli artt. 2437-2437*sexies* del Codice Civile*, Padova, 2011, 49 e A. BUSANI-M. SAGLIOCCA, *Azioni riscattabili: coordinamento problematico con la disciplina delle azioni proprie e del recesso*, in *Società*, 2012, 160.

¹⁰ Si noti che, con riguardo alla disciplina di cui all'art. 2357 c.c., Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 99, *Azioni riscattabili e introduzione della clausola di riscatto (art. 2437-*sexies* c.c.)*, 18 maggio 2007, fa riferimento al limite al possesso di azioni proprie, un tempo fissato al dieci per cento del capitale sociale, ma ormai scomparso a seguito del d.lgs. n. 142 del 4 agosto 2008, e sostituito dal tetto del venti per cento, valido per le sole società aperte: tale limite, sottolinea la massima, non osta alla previsione della riscattabilità quale condizione in cui tutte le azioni possono incorrere, dal momento in cui tale limite opera esclusivamente al momento dell'esercizio del riscatto.

azionario.

La legge, pertanto, lungi dal fornire una disciplina completa sul punto, sottolinea solo alcune delle criticità emergenti dalla fattispecie di riscatto azionario, cercando di fornire ad esse un'adeguata soluzione. Né, d'altra parte, le ipotesi tipiche di riscatto, contemplate dal legislatore¹¹, paiono esaurire i casi in cui il riscatto azionario può configurarsi, a prescindere dal fatto che esse si traducano nella posizione di un diritto o di un obbligo in capo alla società o ai soci¹². Da tali osservazioni emerge, inevitabilmente, la necessità degli interpreti di ricostruire una disciplina che possa tutelare i diversi interessi che contraddistinguono le fattispecie di azioni riscattabili e riscattande, adattandosi peraltro alle ipotesi atipiche di riscatto convenzionale. Al riguardo, le massime in commento rappresentano un importante riferimento per gli interpreti, relativamente ad un istituto – quello del riscatto azionario – che ben si presta a numerosi utilizzi all'interno dell'organizzazione sociale.

4.1. La disciplina delle azioni riscattabili

Come sopra detto, il proprietario delle azioni riscattabili si trova in una posizione di

¹¹ È il caso del c.d. riscatto finalizzato al successivo annullamento delle azioni riscattate (e disciplinato dall'art. 2357bis c.c.), ma anche dell'obbligo di riscatto utilizzato quale correttivo in determinate ipotesi. Si pensi, ad esempio, all'art. 2355bis c.c., il quale espressamente prevede che lo statuto, in caso di vincoli alla circolazione azionaria che superino i cinque anni di durata, possa contemplare «a carico della società o degli altri soci un obbligo di acquisto» (con prezzo pari al valore di recesso) delle azioni del socio, che voglia dismettere la propria partecipazione. Si tratta di un'ipotesi nominata di riscatto statutario, previsto, quale alternativa al diritto di recesso, al fine di evitare la “prigionia” del socio all'interno della società. Ipotesi simile – all'interno della quale la riscattabilità viene utilizzata quale correttivo, stavolta per la non proporzionalità della scissione – è quella contemplata dall'art. 2506bis c.c. In tal caso è il progetto della scissione non proporzionale a dover «prevedere il diritto dei soci che non approvino la scissione di far acquistare le proprie partecipazioni per un corrispettivo determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso, indicando coloro a cui carico è posto l'obbligo di acquisto».

Da questa disamina dei casi “tipici” di riscattabilità emerge, peraltro, come spesso tale strumento sia utilizzato, quale correttivo, in ipotesi dove sia necessario fornire al socio il diritto di *exit*, in relazione a situazioni che potrebbero incidere sensibilmente sui suoi diritti individuali. Si tratta di un'indicazione particolarmente rilevante, in quanto giustifica il frequente parallelismo (che verrà di seguito compiuto) tra diritto di recesso e riscattabilità azionaria.

¹² Pare, inoltre, lecito interrogarsi sulla possibilità di attribuire il potere di riscatto a soggetti estranei alla compagine sociale. La risposta è sostanzialmente affermativa e la natura di simili previsioni è, a livello civilistico, ricondotta agli istituti del contratto a favore del terzo (art. 1411 c.c.) o per persona da nominare (art. 1401 c.c.). Pertanto, nulla osta alla previsione di un riscatto *ab origine* a favore di un determinato soggetto estraneo alla società. Se ormai si ritiene ammissibile la prelazione statutaria attribuita ad un terzo, in quanto «il mantenimento dell'omogeneità della compagine sociale [...] appare un interesse disponibile da parte dei soci» (così, Consiglio Nazionale del Notariato, Quesito di Impresa 86-2010/I, *Partecipazioni societarie e prelazione a favore di terzo estraneo alla compagine sociale*), il medesimo ragionamento può essere compiuto al fine di ammettere l'attribuzione del potere di riscatto a favore di un soggetto estraneo alla compagine sociale. Favorevoli alla prelazione statutaria attribuita ad un terzo, A. DIVIZIA, *Clausola di prelazione in favore di terzo estraneo alla compagine sociale nella s.p.a.*, in *Notariato*, 2012, 574 ss., nonché la recentissima Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, Massima H.I.30, *Clausola di prelazione in favore di non soci*, pubb. 9/20, secondo cui «la clausola di prelazione in favore del terzo estraneo [...] è legittima e compatibile con l'ordinamento societario vigente e può essere introdotta nello statuto sia in sede di costituzione della società in base alla volontà comune di tutti i soci fondatori sia durante la vita sociale mediante delibera assunta con le maggioranze previste per le modifiche statutarie». Sull'ammissibilità del potere di riscatto attribuito ad un terzo, cfr. N. DE LUCA, *Ancora sulle clausole statutarie di accodamento e trascinarsi (tag e drag-along). Possono essere introdotte a maggioranza?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, I, 74.

soggezione, rispetto alla società o agli altri soci, i quali hanno il potere di riscattare le azioni di sua titolarità. Da tale constatazione emerge da subito la necessità di contemperare questo potere con l'esigenza di evitare comportamenti abusivi ad opera della maggioranza azionaria, che potrebbe utilizzare le azioni riscattabili al fine di escludere il socio di minoranza¹³. Rispetto all'esigenza, espressamente contemplata dalla legge, di garantire al socio un'adeguata valorizzazione delle sue partecipazioni, la problematica legata ai possibili abusi della maggioranza si pone su un diverso piano, e pertanto merita di essere esaminata separatamente.

Il riferimento, in particolare, è al diverso, ma affine, istituto dell'esclusione del socio: l'introduzione e il funzionamento delle azioni riscattabili rischia di rappresentare un modo – neanche troppo indiretto – per escludere i soci di minoranza dalla compagine sociale, imponendo loro di subire un indesiderato riscatto¹⁴. Pertanto, la garanzia di ottenere una corretta valorizzazione delle azioni non può certamente rappresentare l'unica tutela apprestata ai soci di minoranza, che rischiano di veder violato il loro «diritto al mantenimento dell'investimento»¹⁵.

4.2. I principi di matrice comunitaria

L'esigenza di protezione della minoranza dai comportamenti sopra descritti viene avvertita, prima ancora che dalla massima milanese in commento, dalla normativa comunitaria: proprio da quest'ultima, dunque, deve partire la nostra analisi, volta a comprendere, in chiave sistematica, la disciplina delle azioni riscattabili.

In particolare, l'art. 39 della Direttiva 77/91/CEE (oggi confluito nell'art. 43 della Direttiva 2012/30/UE), impone che, in caso di emissione di azioni riscattabili, le legislazioni nazionali debbano garantire che il riscatto sia «autorizzato dallo statuto o [dal]l'atto

¹³ Esigenza affermata, in particolare, da Trib. Milano, 25 marzo 2011, in *Giur. Comm.*, 2012, II, 1050 ss., con nota di G.A. RESCIO, *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario: unanimità o maggioranza nell'introduzione della clausola di drag-along?*, e in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, II, 59: secondo la pronuncia di merito, «non sono introducibili a maggioranza nello statuto di una società per azioni le clausole (di *drag-along* o di riscatto) che determinano la soggezione di un socio (socio “forzabile” o “riscattabile”) all'altrui potere di provocare la cessazione del rapporto sociale». Al contrario, ritengono introducibile a maggioranza una clausola di trascinamento, purché ciò avvenga nel rispetto dei principi di correttezza, buona fede e parità di trattamento tra i soci, la più recente pronuncia Trib. Milano, 22 dicembre 2014, in *Giur. it.*, 2015, 1157 ss., con nota di C. LUCATO-E.M. GOITRE, *Poteri della maggioranza assembleare e limiti al trasferimento di quote sociali*, e in *Giur. Comm.*, 2016, II, 899 ss., con nota di L. BOTTI, *Clausola di “covendita forzata” e “drag-along”*, nonché, in dottrina, G.A. RESCIO, *op. cit.*, 1055 ss.

¹⁴ Si noti, infatti, che l'istituto dell'esclusione è previsto esclusivamente per le s.r.l., all'art. 2473bis c.c., il quale condiziona il ricorso a questo istituto alla sussistenza di una “giusta causa”. Sebbene non manchi in dottrina chi (si vedano, per tutti, V. SALAFIA, *L'esclusione del socio nelle società commerciali*, in *Società*, 2020, 553 s. e M.S. DESARIO, *L'esclusione del socio di s.p.a. per giusta causa*, in *Società*, 2009, 273 ss.) ritieni applicabile l'istituto dell'esclusione alle s.p.a., pare che il requisito della giusta causa debba comunque sussistere in caso di esclusione prevista dallo statuto sociale.

Se pertanto è da ritenersi ammissibile la riscattabilità al ricorrere di previsioni conformi ai principi di seguito delineati, lo stesso non può dirsi per la riscattabilità *ad nutum*, che avvicinerebbe il riscatto azionario, più che all'esclusione, al c.d. *squeeze-out*, conosciuto all'interno del diritto delle società quotate (art. 111 t.u.f.), per il caso in cui un socio arrivi a detenere un pacchetto azionario pari al 95% del capitale sociale. Per un parallelismo tra questo istituto e il riscatto azionario, cfr. V. SALAFIA, *Squeeze out statutario*, in *Società*, 2007, 1450 ss.

¹⁵ Così, G.A. RESCIO, *op. cit.*, 1063.

costitutivo prima della sottoscrizione delle azioni riscattabili»¹⁶.

Il disposto dell'art. 39, appena esaminato, dev'essere però coordinato con un altro articolo, contenuto anch'esso nella Seconda Direttiva in materia societaria: l'art. 42 (anch'esso confluito nella Direttiva 2013/30/UE, all'art. 46) afferma, infatti, che «per l'applicazione della presente direttiva le legislazioni degli Stati membri salvaguardano la parità di trattamento degli azionisti che si trovano in condizioni identiche».

I principi emergenti da questi due articoli della Direttiva sono chiari e devono guidare l'interprete nella comprensione del fenomeno delle azioni riscattabili.

Al fine di tutelare i soci di minoranza da possibili esclusioni fraudolente ad opera della maggioranza azionaria, la normativa impone, innanzitutto, che i soci, sottoposti al riscatto, siano *consapevoli*, al momento della sottoscrizione delle azioni, della posizione di soggezione a cui gli stessi si sottopongono. Tale consapevolezza consentirebbe, di fatto, di acquisire il loro consenso (implicito o espresso) al meccanismo di riscatto azionario.

Questo principio potrebbe, eccezionalmente, subire una deroga ove venisse assicurata, tra tutti gli azionisti, la parità di trattamento e, inoltre, la scelta di prevedere la riscattabilità azionaria fosse giustificata dall'interesse sociale¹⁷.

4.3. Le soluzioni operative sull'introduzione...

All'interno della massima in commento, la Commissione milanese cerca di ricondurre i principi di matrice comunitaria, appena esposti, ad ipotesi concrete, in cui l'introduzione delle azioni riscattabili sia senz'altro legittima e rispettosa degli interessi in gioco.

Innanzitutto, la massima 99 del Consiglio Notarile di Milano individua, nella previsione di una categoria azionaria, la modalità privilegiata (ma non esclusiva) attraverso cui introdurre questo particolare meccanismo. Del resto, accogliendo la lettura – proposta dalla prevalente dottrina¹⁸ – che individua i «diritti diversi», di cui all'art. 2348 c.c., in qualsiasi situazione giuridica soggettiva astrattamente attribuibile dallo statuto alle azioni ed astrattamente suscettibile di una diversa attribuzione ad una parte delle azioni, non vi sono

¹⁶ Sull'applicazione in Italia di questa direttiva europea, in giurisprudenza, Trib. Perugia, 25 giugno 2008, in *Società*, 2010, 221, con nota di F. FANTI, *Brevi note in tema di voto scalare, sospensione del diritto di voto e riscatto di azioni*, e, in dottrina, M. MAUGERI, *Se sia legittimo introdurre nello statuto una clausola che attribuisce alla società la facoltà di "riscattare" le proprie azioni*, in *Società di capitali. Casi e materiali*, a cura di A. GAMBINO, Torino, 2006, 52; S. PATRIARCA, *Le azioni di godimento*, Milano, 1992, 105; N. DE LUCA, *op. cit.*, 76 ss. e N. CIOCCA, *op. cit.*, 43.

¹⁷ Interesse sociale che, già in alcune ipotesi previste dalla legge, giustifica il possibile sacrificio del socio, fino ad ammettere un *exit* forzato dalla compagine sociale: si pensi al caso della riduzione del capitale per perdite sotto lo zero, in cui il socio dissenziente è posto di fronte all'alternativa tra sottoscrivere l'aumento di capitale necessario a riportare *in bonis* la società, ovvero uscire dalla compagine sociale. Ugualmente, potrebbero aversi delle deliberazioni di fusione in cui il rapporto di cambio sia tale da non consentire la permanenza di un socio all'interno della compagine sociale (senza che ciò costituisca necessariamente un abuso della maggioranza). Cfr., su tali ipotesi, G.A. RESCIO, *op. cit.*, 1063 s., nt. 20.

L'interesse sociale, inoltre, giustifica anche l'*exit* forzato di un socio nel caso delle cc.dd. clausole di *roulette russa*, oggetto di un recente orientamento del Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 181, *Clausola «anti-stallo» di riscatto o di acquisto forzato di partecipazioni sociali (c.d. clausola della «roulette russa» o clausola del «cowboy»)* (artt. 2437-sexies, 2473-bis c.c.), 2019.

¹⁸ Si veda, per tutti, M. NOTARI, sub art. 2348 c.c., in *Azioni*, a cura di M. NOTARI, in *Comm. alla riforma delle società Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari*, Milano, 2008, 161.

problemi a ricondurre la riscattabilità azionaria all'interno di tale definizione. Così facendo, solo i soci titolari delle azioni di categoria sarebbero sottoposti al potere di riscatto, in capo a società o altri soci¹⁹.

In tal caso, la massima propone sostanzialmente due modalità per l'introduzione, attraverso una delibera adottata *a maggioranza*, della categoria delle azioni riscattabili:

- *in primis*, viene ipotizzata la conversione di azioni già emesse, chiedendo a tal fine il consenso dei soci, le cui partecipazioni si trasformino in azioni di categoria (c.d. conversione *volontaria*), in assenza di una delibera adottata all'unanimità dall'assemblea dei soci²⁰;
- *in secundis*, si ammette che la delibera si limiti a prevedere astrattamente una categoria di azioni riscattabili, senza procedere ad alcuna conversione, ma rinviando ad un prossimo aumento di capitale l'emissione di tale categoria.

Partendo dai principi di matrice comunitaria, dunque, la massima ritiene necessario che i titolari delle azioni riscattabili siano posti in condizione di conoscere la futura riscattabilità delle loro azioni: ciò potrebbe verificarsi sia al momento di sottoscrizione, sia al momento di conversione delle partecipazioni²¹. In sostanza, si garantisce al socio la scelta tra sottoporsi o meno al potere di riscatto, acquisendone (direttamente o indirettamente) il relativo consenso.

Come sopra osservato, però, da una lettura sistematica della normativa comunitaria emerge la possibilità di fare a meno del consenso del socio, titolare delle azioni riscattabili, ove venga assicurato fra tutti gli azionisti il rispetto della parità di trattamento²².

¹⁹ Preme peraltro sottolineare come il peculiare rapporto tra potere e soggezione, presente nelle azioni riscattabili, comporta che si possa parlare di categoria azionaria sia se la posizione giuridica *attiva* di riscatto venga statutariamente attribuita solo ad una parte delle azioni, sia se la posizione giuridica *passiva* del riscatto caratterizzi non già tutte le azioni bensì un gruppo di azioni oggettivamente individuate *a priori*. Al riguardo, sono interessanti gli spunti offerti dalla recente Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, Massima H.I.30, cit., secondo cui il diritto di prelazione (ma si tratta di considerazioni facilmente estensibili al riscatto), spettante ad un soggetto inizialmente estraneo alla compagine sociale, potrebbe permanere in capo al prelazionario anche una volta che costui sia divenuto socio, senza che a tal fine sia necessario procedere all'emissione di una categoria azionaria (a cui spetti detta prelazione). Si tratta di un'affermazione che potrebbe inizialmente sembrare contraria ai principi previsti all'interno delle società per azioni (dove non sono ammessi diritti spettanti *uti singuli* al socio), ma che in realtà trova il proprio fondamento nel fatto che il diritto di prelazione (o, nel nostro caso, di riscatto) sarebbe attribuito ad un determinato soggetto *a prescindere* dalla sua qualità di socio.

²⁰ Favorevole, invece, all'introduzione a maggioranza delle azioni riscattabili (senza prevedere alcun correttivo sul punto), già prima della riforma societaria, L. CALVOSA, *op. cit.*, 219 ss.

²¹ Quella della conversione volontaria è un'ipotesi non espressamente contemplata dalla normativa comunitaria, ma senz'altro rispettosa della *ratio* dell'art. 39 della seconda direttiva in materia commerciale: in pratica, si richiede il consenso dei soci che "subiscono" prima la conversione e dopo l'eventuale riscatto, al fine di inserire il meccanismo della riscattabilità solo relativamente a particolari soggetti (magari di minoranza, e dunque maggiormente inclini a dismettere il loro investimento).

²² Ciò potrebbe verificarsi, innanzitutto, nel caso – piuttosto residuale e perciò non contemplato dalla massima – in cui le azioni di ciascun socio, in proporzione a quanto da ciascuno posseduto, vengano *forzosamente* convertite in azioni riscattabili. Così facendo, seppur in mancanza di un consenso espresso dal socio "convertito", sarebbe garantito il rispetto del principio di parità di trattamento e ciascun socio subirebbe – in nome del superiore interesse sociale – un pregiudizio, consistente nella possibilità di subire il riscatto su parte delle sue azioni. Sul punto, si veda anche la più recente Comitato Interregionale dei Consigli Notarili

La centralità della parità di trattamento viene confermata anche dalla massima in commento, nella parte in cui prevede uno strumento alternativo alla categoria azionaria per introdurre la riscattabilità delle azioni.

Nella seconda parte della massima 99, infatti, il Consiglio milanese ritiene ammissibile la riscattabilità quale condizione soggettiva in cui ciascun azionista può incorrere, al verificarsi di determinati eventi²³.

In tal caso, la parità di trattamento e la sussistenza di un interesse sociale diventano centrali anche all'interno del ragionamento svolto dalla massima in commento, la quale richiede, ai fini dell'ammissibilità della delibera:

- che nessuna azione si trovi, al momento della modifica statutaria, nella condizione di subire il riscatto. Ove così non fosse, infatti, questa riscattabilità, astrattamente applicabile ad ogni azione, potrebbe piuttosto rappresentare un *escamotage* per addivenire all'esclusione di determinati soci di minoranza²⁴;
- che sia la stessa delibera a determinare le condizioni, al ricorrere delle quali sia attribuito alla società il potere di riscattare le azioni di un determinato socio. Tale previsione deve perseguire un interesse socialmente rilevante, non potendosi ammettere una condizione meramente potestativa o illegittimamente discriminatoria.

Ove le condizioni appena esposte siano rispettate, la riscattabilità – quale condizione astratta in cui ciascuna azione può incorrere, al verificarsi di determinati presupposti – può essere prevista mediante una deliberazione approvata dalla maggioranza degli

delle Tre Venezie, Massima H.I.28, *Conversione forzata azioni e parità di trattamento di categoria*, pubb. 9/19, mot. 9/19, nella parte in cui ritiene «legittima la “conversione forzata” di azioni ordinarie e/o di categoria in azioni di altra categoria, a condizione che la deliberazione adottata dall'assemblea straordinaria, in assenza del consenso unanime dei soci, rispetti il principio di parità di trattamento, se del caso applicato nella misura attenuata di cui all'art. 2376 c.c.». Il Comitato del Triveneto precisa, nella motivazione della massima, che per “misura attenuata” si debba intendere il caso in cui, a subire la conversione, siano esclusivamente azioni di una determinata categoria. In tale ipotesi, la conversione *forzata* sarebbe condizionata non al consenso di ciascun socio “convertito”, bensì all'approvazione da parte dell'assemblea speciale della categoria azionaria interessata alla conversione: così facendo, il principio di parità di trattamento opererebbe infra-categoria, e non con riferimento all'interesse delle partecipazioni sociali. Conforme ad una simile lettura del principio di parità di trattamento, anche Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 184, *Attribuzione di diritti diversi al ricorrere di condizioni «soggettive» dei soci (artt. 2348, 2351 e 2468 c.c.; artt. 127-quater e 127-quinquies, TUF)*, 3 dicembre 2019.

²³ Così, G.A. RESCIO, *op. cit.*, 1068 s., il quale afferma che «una clausola di riscatto rispondente all'interesse sociale e non determinante trattamenti discriminatori tra gli azionisti della società ben potrebbe essere introdotta a maggioranza con effetto su tutte le azioni già emesse».

²⁴ Al riguardo, preme sottolineare come la più recente Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 184, cit. – che tuttavia non considera espressamente le azioni riscattabili, bensì in generale la diversificazione dei diritti dell'azionista in conseguenza della ricorrenza di condizioni soggettive – dia una lettura in chiave “oggettiva” del principio di parità di trattamento, «nel senso cioè che tutte le partecipazioni sociali devono essere assoggettate, a parità di condizioni, alle medesime nuove regole, a prescindere dalle condizioni “soggettive” in cui versano in quel momento i loro titolari (condizioni che assumeranno semmai rilevanza sotto il diverso profilo del limite della buona fede e dell'abuso di maggioranza, di cui si dirà tra breve)». Pertanto, alla luce di questo più recente orientamento, sarebbe forse possibile prevedere la riscattabilità anche relativamente a situazioni in cui determinati soci già si trovino, purché ciò non confligga con i principi di buona fede e non rappresenti, dunque, un abuso della maggioranza azionaria. Collegata a tale problematica, inoltre, anche la Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, Massima H.I.29, *Legittimità della clausola di riscattabilità del socio inattivo o irreperibile*, pubb. 9/19, mot. 9/19, incentrata sul problema dei casi di esclusione *atipica* del socio dalla compagine sociale.

azionisti. L'unica tutela spettante ai soci che non abbiano concorso a simile deliberazione sarebbe rappresentata dal diritto di recesso²⁵, con il dubbio se esso trovi il proprio fondamento normativo nel primo comma dell'art. 2437 c.c. (lett. g, quale modificazione statutaria concernente i diritti di partecipazione) ovvero nel secondo comma del medesimo articolo (lett. b, in quanto si introdurrebbe un vincolo, *lato sensu* inteso, alla circolazione azionaria)²⁶. Si tratta, in realtà, di un interrogativo non di poco conto, in quanto, ove si volesse ricondurre il recesso al secondo comma dell'art. 2437 c.c., tale diritto sarebbe eliminabile mediante apposita disposizione statutaria.

4.4. ... e sul funzionamento delle azioni riscattabili

Nell'ipotesi appena esaminata, dunque, la regola – affermata dalla Direttiva 77/91/CEE all'art. 39, secondo cui la consapevolezza del socio costituirebbe condizione essenziale per la previsione della riscattabilità azionaria – subirebbe una deroga in virtù del principio della parità di trattamento. In tal caso, infatti, tutte le azioni si trovano (potenzialmente) nella medesima condizione, ma diviene necessario individuare eventi oggettivi e determinati, al verificarsi dei quali il potere di riscatto potrà attivarsi. La parità di trattamento – in mancanza di una categoria azionaria²⁷ – non viene assicurata solo in fase di *introduzione* delle azioni, ma anche durante tutto il meccanismo del riscatto azionario: assume così particolare rilevanza il momento *funzionale* del riscatto stesso.

²⁵ Si tratta, in realtà, di un correttivo che spetta anche in caso di introduzione della categoria delle azioni riscattabili: in quest'ultimo caso, però, la tutela concessa al socio, titolare delle azioni di categoria, sarebbe rappresentata soprattutto dall'espressione del suo consenso, e non dal solo diritto di recesso (spettante, in presenza di categoria, *ex art. 2437, 1 comma, lett. g c.c.*). Peculiare è, inoltre, il caso in cui la delibera si limiti a prevedere astrattamente la categoria azionaria, senza procedere né alla conversione né ad un immediato aumento di capitale. Pare lecito domandarsi se spetti comunque ai soci (che non abbiano concorso alla delibera) il diritto di recesso. La risposta è affermativa e, anzi, la delibera di previsione *astratta* della categoria sarà l'unica occasione in cui potrà spettare al socio il diritto di recesso: si tratta, infatti, dell'unico momento in cui si assiste ad una modifica statutaria che incide *direttamente* (seppur non immediatamente) sui diritti di partecipazione dei soci. Il successivo aumento di capitale, infatti, che emetta azioni di categoria, rappresenterà una modifica solo indiretta dei diritti dei soci, dalla quale non deriverà pertanto alcun diritto di recesso. In tal senso, in tema di azioni di categoria in generale, G. MARASÀ, *Art. 2437 c.c.*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. D'ALESSANDRO, Padova, 2010, II, 784; M. VENTORUZZO, *Modifiche di diritto, indirette e di fatto del diritto di voto e recesso nelle s.p.a.*, in *Giur. Comm.*, 2015, 5, II, 1062 e A. BUSANI-D. CORSICO, *Il "punto g)" del recesso (ovvero: quando c'è la modifica dei "diritti di partecipazione" del socio di S.p.A.)*, in *Società*, 2018, 941 ss. A tale ragionamento si aggiunga l'osservazione che i diritti del socio sono tutelati, nel successivo aumento di capitale, dal diritto di opzione al medesimo spettante (o dalla procedura prevista dall'art. 2441, 6 comma c.c., in caso di sua esclusione).

²⁶ Per la tesi di chi ritiene che il riscatto rappresenti un limite alla circolazione azionaria, seppur *sui generis*, in quanto non imprigiona il socio, ma ne limita comunque il potere di disposizione (creando, per certi versi, un vincolo più intenso rispetto a clausole come il gradimento o la prelazione), P. BALZARINI, *Le azioni di società*, in *Il diritto privato oggi*, a cura di P. CENDON, Milano, 2000, 315; L. STANGHELLINI, *I limiti alla circolazione delle azioni*, Milano, 1997, 78; C. DI BITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437 sexies c.c.*, in *Società*, 2008, 419. Al riguardo, preme infine sottolineare che, non ravvisandosi un'ipotesi di "prigionia" del socio, non vi sono problemi a che la riscattabilità venga prevista *sine die*, senza dover sottostare al limite quinquennale previsto dall'art. 2355bis c.c.

²⁷ Si osservi che ciò non equivale ad affermare che la parità di trattamento non debba essere assicurata nella fase funzionale, in presenza di una categoria di azioni convertibili. Principi quale la buona fede e la parità di trattamento, del resto, permeano l'intera vicenda societaria. Si vedrà di seguito, però, come tali principi assumano un ruolo particolarmente rilevante in caso di riscattabilità quale condizione applicabile potenzialmente a ciascuna azione: sostenere diversamente, infatti, comporterebbe un eccessivo arbitrio dei soggetti riscattanti, configurando così una fattispecie che facilmente si presterebbe a comportamenti fraudolenti da parte del gruppo di controllo.

In presenza di una categoria azionaria, infatti, il socio viene tutelato in maniera forte al momento dell'introduzione delle azioni riscattabili, in quanto la massima di Milano richiede un consenso, espresso (attraverso la conversione volontaria) o implicito (nella sottoscrizione di un aumento di capitale con emissione di azioni riscattabili), del titolare delle partecipazioni. In entrambi i casi, dunque, il socio è già consapevole, al momento della conversione o della sottoscrizione delle azioni, che le medesime saranno soggette al potere di riscatto, ad opera della società o degli altri soci: questa consapevolezza (e dunque questo consenso del socio alla riscattabilità delle sue azioni) comporta il venir meno della necessità di prevedere ulteriori condizioni per l'esercizio del riscatto²⁸.

In altre parole, il solo fatto di possedere azioni di categoria rende superfluo (ma comunque possibile) disciplinare meticolosamente le condizioni al ricorrere delle quali il riscatto può essere esercitato. Avendo il socio "accettato" la disparità di trattamento costituita dalla soggezione al riscatto, tale potere sarà esercitabile – ove non diversamente disposto – in ogni momento, da parte della società o degli altri soci, con l'unico (fisiologico) limite rappresentato dal tenere una condotta rispondente a buona fede²⁹.

Diversamente, l'estensione della riscattabilità a tutte le azioni comporta la necessità di rispettare – tanto in sede di introduzione quanto in sede di funzionamento del riscatto azionario – i principi di parità di trattamento e di buona fede, richiedendosi a tal fine ulteriori condizioni che garantiscano il rispetto di questi valori. Se il potere di riscatto è astrattamente esercitabile per qualsivoglia azione, la determinazione delle condizioni per il suo esercizio diviene assolutamente centrale, al fine di evitare comportamenti abusivi da parte di amministratori o soci di maggioranza. Comportarsi diversamente equivarrebbe ad abbandonare la minoranza azionaria alla mercé del gruppo di controllo.

Per tale ragione, è necessario che, in presenza di riscattabilità prevista quale condizione in cui ciascuna azione possa incorrere, sia lo statuto a determinare le condizioni, al verificarsi delle quali possa attivarsi il riscatto azionario. In tal caso, infatti, alla mancanza di una tutela forte (rappresentata dal consenso del singolo socio) al momento dell'introduzione, consegue una maggiore centralità del momento "funzionale" del riscatto, al fine di

²⁸ La bontà di tale ragionamento può essere provata *a contrario* dal fatto che gli Autori (si veda, per tutti, L. CALVOSA, sub *art. 2437sexies*, in *Le società per azioni*, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, Milano, 2016, II, 2564 s.), che sostengono la *necessità* di individuare circostanze obiettive al verificarsi delle quali è possibile esercitare il potere di riscatto, sono i medesimi che prevedono l'introducibilità della categoria delle azioni riscattabili a maggioranza, senza richiedere alcun correttivo. Costoro, infatti, giustificano l'esigenza di ravvisare condizioni oggettive mediante la necessità di evitare «possibili comportamenti abusivi a danno di minoranze "scomode"» o altri comportamenti «in contrasto con un (doveroso) trattamento paritario degli azionisti» (così, L. CALVOSA, sub *art. 2437sexies*, cit., 2564). In sostanza, questa tesi ammette l'introducibilità a maggioranza delle azioni riscattabili, ma "recupera" la tutela per i soci di minoranza attraverso la previsione delle condizioni necessarie affinché il riscatto possa essere esercitato.

²⁹ L'unico caso in cui manchi un espresso consenso del socio all'introduzione della categoria di azioni riscattabili è il caso (sopra esaminato, alla nt. 22) in cui si proceda alla conversione forzata e proporzionale delle azioni di ciascun socio. In tale ipotesi, però, sarà sufficiente continuare a rispettare la parità di trattamento (principio-cardine anche al momento della previsione della categoria) durante tutta la vicenda delle azioni riscattabili. Non sarà pertanto possibile, in tal caso, procedere al riscatto di tutte le azioni di un unico socio, senza invece riscattare le azioni di titolarità degli altri. Un simile comportamento potrebbe, per un verso, servire ad escludere *ad nutum* un socio dalla compagine sociale, ovvero, al contrario, avere l'intento di consentire al riscattato di ottenere il rimborso delle sue azioni, con preferenza rispetto agli altri soci, ove il soggetto riscattante fosse la società. Pertanto, in tal caso, sarà necessario procedere, non solo alla conversione, ma anche all'eventuale riscatto delle azioni, *in misura proporzionale* tra ciascun socio, al fine di assicurare la piena parità di trattamento all'interno della compagine sociale.

evitare un utilizzo abusivo dell'istituto in esame.

Da ciò può desumersi la seguente regola:

- in presenza di una categoria di azioni riscattabili, l'inserimento di determinate condizioni, per l'esercizio del potere di riscatto, è semplicemente facoltativo, e dipende dalla mera determinazione assembleare. Simili pattuizioni, pur potendo rappresentare un efficiente strumento per il perseguimento dell'interesse sociale, non costituiscono un elemento da cui far dipendere la validità del riscatto azionario³⁰;
- in assenza di una categoria azionaria, e dunque ove la soggezione al riscatto sia una situazione in cui ciascuna azione può incorrere, le suddette condizioni di riscattabilità diventano un aspetto centrale dell'intero meccanismo: senza queste ultime, infatti, il soggetto riscattante potrebbe esercitare con eccessiva discrezionalità il proprio potere su ciascuna partecipazione, lasciando spazio ad arbitrarie esclusioni, dalla compagine sociale, di soggetti indesiderati alla maggioranza azionaria.

Tale posizione viene, seppur implicitamente, confermata da una lettura complessiva della massima in commento, nella parte in cui la stessa sofferma la propria attenzione sulle condizioni, per l'esercizio del riscatto azionario, solo quando tratta della riscattabilità quale condizione in cui ciascuna azione può incorrere. Nell'opposta ipotesi della categoria azionaria – come strumento per introdurre il riscatto azionario – il Consiglio milanese non prende una posizione altrettanto netta sul punto: pare dunque lecito ritenere che, in tal caso, la previsione delle condizioni di riscatto non sia un elemento di validità della fattispecie.

5. Le azioni riscattande: cenni sulla disciplina e figure affini

La situazione appena descritta risulta completamente ribaltata nel caso delle azioni riscattande, il cui titolare non si trova in una posizione di soggezione, bensì è lui stesso a decidere se far riscattare le proprie azioni, obbligando così il riscattante al loro acquisto. Ciò comporta conseguenze estremamente rilevanti ai fini della nostra analisi.

Se, infatti, le azioni riscattabili sono, per meccanismo, accostabili alle clausole di *drag along* – dove il socio può essere obbligato a vendere le proprie azioni insieme alla maggioranza azionaria –, le azioni riscattande sono, all'interno di questa equazione, simili alle clausole di *tag along*: queste ultime, infatti, attribuiscono al socio di minoranza il diritto di vendere la propria partecipazione insieme alla maggioranza azionaria, beneficiando così delle medesime condizioni di vendita (e, dunque, nella determinazione del prezzo,

³⁰ Di diverso avviso, C. DI BITONTO, *op. cit.*, 420, il quale ritiene di dover applicare, alla fattispecie in esame, il principio espresso dalle norme che «ancorano senza distinzioni l'attivabilità dei meccanismi di recesso o esclusione al necessario ricorso di una giusta causa, tipizzata, per volontà di legge (ad es., le cause legali di recesso nella s.p.a. ed s.r.l.) e/o dei soci (ad es., le cause statutarie di esclusione nella s.r.l.) ovvero non (necessariamente) tipizzata (es. recesso da società di persone)». Così, anche L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, cit., 157 e P. DE MARTINIS, *Le azioni riscattabili*, in *Nuova giur. comm.*, 2006, II, 396.

Favorevoli al riscatto *ad nutum*, C. ESPOSITO, *L'esclusione come strumento generale di «exit» societario*, in *Riv. not.*, 2004, I, 293 s.; F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, 111 e M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, Milano, 2013, 190 ss.

del c.d. premio di maggioranza)³¹.

Altra figura da accostare alle azioni riscattande è il diritto di recesso. Anche in tal caso, il ribaltamento di prospettiva è evidente: se all'interno delle azioni riscattabili la problematica trattata era relativa alla possibile previsione di ipotesi atipiche di esclusione, le riscattande potrebbero tutt'al più ampliare il diritto di *exit* del socio, con un chiaro parallelismo con il recesso c.d. convenzionale³².

Gli spunti offerti dai suddetti parallelismi (seppur con le dovute differenziazioni) sono particolarmente rilevanti al fine di chiarire alcuni punti centrali della disciplina delle azioni riscattande.

Innanzitutto, ai fini dell'introduzione delle azioni riscattande, non serve il consenso dei soci che "subiscono" il riscatto, al pari di quanto avviene per le clausole di *tag along*. Ove, infatti, questi soggetti non vogliano dismettere le proprie partecipazioni, sarà per loro sufficiente non esercitare il potere attribuito. In sostanza, si tratta di un vantaggio spettante ai soci riscattati: al contrario, potrebbe porsi la necessità di acquisire il consenso del soggetto obbligato al riscatto³³, ove lo stesso non fosse la società³⁴.

³¹ La differenza tra *tag along* e azioni riscattande non è comunque da sottovalutare: nelle clausole di co-vendita, infatti, il diritto del socio di dismettere le proprie azioni è comunque subordinato al fatto che l'azionista di maggioranza venda le proprie azioni (verosimilmente, ad un prezzo vantaggioso). Viceversa, nelle azioni riscattande, il diritto di vendere le proprie azioni non è necessariamente condizionato ad un determinato evento, né, soprattutto, dipende dalla volontà degli altri soci di alienare le proprie partecipazioni (e dalle relative condizioni).

³² La vicinanza tra i due istituti è stata sottolineata in dottrina, seppur non sia mancato chi ha rilevato che, tra azioni riscattande e diritto di riscatto, «il meccanismo è diverso, in quanto il diritto ad essere riscattati è comunque un mero corollario dell'*obbligo* di riscatto del riscattante sul quale si focalizza l'accento, laddove invece nel recesso il diritto del socio recedente vive, per così dire, di vita propria, e l'obbligo (in capo alla società) di liquidare la quota è soltanto un *posterius*» (così, L. CALVOSA, sub art. 2437*sexies*, cit., 2567). La differenza tra i due istituti, inoltre, ben emerge nel momento in cui si osserva, come si farà di seguito, che nelle azioni riscattande il diritto del socio ad essere "riscattato", da parte della società, è di fatto subordinato alla sussistenza di riserve disponibili e utili distribuibili, ai sensi dell'art. 2357 c.c. (che pertanto funge da *condicio iuris* per l'esercizio di tale diritto), mentre nel recesso *ad nutum*, in mancanza di ricchezza disponibile (ai sensi dell'art. 2437*quater*, 5 comma c.c.), la società sarà obbligata a procedere alla riduzione del capitale sociale, al fine di liquidare il socio. Differentemente da quanto avviene per il riscatto azionario (cfr. *supra*, nt. 9), dunque, al procedimento di recesso si applica *in toto* l'art. 2437*quater* cod. civ. e questo ha notevoli ricadute anche sul piano operativo.

³³ Quest'ultimo sarà verosimilmente un socio (il cui consenso, pertanto, sarà desumibile dal voto favorevole all'introduzione della clausola, ovvero dovrà esser recuperato in sede extra-assembleare), mentre potrebbe discutersi se il riscattante possa essere un terzo soggetto. Sul punto, è lo stesso Consiglio Notarile di Firenze, Orientamento n. 67/2018, *Azioni riscattande, prezzo di vendita e patto leonino*, a prendere posizione, nel senso di ammettere tale possibilità (previo consenso del soggetto onerato), affermando che «è indubbio, in linea astratta, che lo statuto possa individuare liberamente i soggetti tenuti all'acquisto in caso di esercizio del diritto, ma detta possibilità soffre un limite fisiologico derivante dalla non coercibilità della posizione di terzi, differenti dai soci e dalla società stessa». La massima in commento pare dunque concludere in senso affermativo, subordinando la previsione di un obbligo di riscatto in capo ad un terzo soggetto all'acquisizione del suo consenso espresso. A tale ragionamento si aggiungano le riflessioni, in tema di potere di riscatto attribuito a soggetti estranei alla compagine sociale, di cui *supra*, alla nt. 12.

³⁴ Il consenso della società è, del resto, desumibile dalla delibera assembleare che introduce le azioni riscattande: il Consiglio Notarile di Firenze, Orientamento n. 67/2018, cit., nt. 6, evidenzia, però, come, in tale sede, possa verificarsi un possibile conflitto di interessi in capo al socio "onorato" (e dunque titolare delle azioni riscattande). Resta inoltre fermo che, ove sia la società a dover riscattare le azioni del socio, il riscatto

Per le medesime ragioni, non è inoltre necessario che il prezzo di riscatto rispetti il valore di liquidazione di cui all'art. 2437^{ter} c.c. Parimenti a quanto avviene nelle clausole di *tag along* o di riscatto convenzionale³⁵, gli interessi da tutelare – nel funzionamento delle azioni riscattande – sono esattamente antitetici a quelli descritti per le azioni riscattabili: se in quest'ultimo caso, infatti, la preoccupazione è quella di garantire che il riscatto non avvenga ad un prezzo eccessivamente basso, tale eventualità non potrà verificarsi in presenza di azioni riscattande, in quanto è proprio il loro titolare a decidere se attivare o meno la procedura. In caso di prezzo ritenuto svantaggioso, infatti, a costui sarà sufficiente non esercitare il diritto attribuitogli³⁶. Al contrario, come si approfondirà nel prossimo paragrafo, il prezzo di riscatto potrebbe piuttosto rappresentare un *escamotage* per violare il divieto di patto leonino.

Infine, le azioni riscattabili presentano assonanze con la figura del recesso *ad nutum*, la cui ammissibilità è ormai accolta dalla dottrina prevalente³⁷, limitatamente alle sole società chiuse: in tema di società che fanno ricorso al capitale di rischio, infatti, una lettura *a contrario* dell'art. 2437, 4 comma c.c. porta a concludere per l'inammissibilità delle *ulteriori cause* di recesso prevedibili statutariamente³⁸. Pertanto, se all'interno delle società aperte le azioni riscattande debbono essere viste con sospetto (potendo costituire uno strumento per prevedere ulteriori casi di recesso all'interno di queste società), nulla si oppone all'inserimento di tale meccanismo nelle cc.dd. società chiuse, senza pertanto che si debbano individuare particolari condizioni per l'esercizio di tale potere³⁹.

sarà compiuto dall'organo amministrativo, munito dell'autorizzazione assembleare ai sensi dell'art. 2357 per l'acquisto di azioni proprie, e nei limiti previsti dal medesimo articolo.

³⁵ Il riferimento è, nuovamente, a Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 74 e Massima n. 88, cit., che dispongono la libera determinabilità del valore spettante al socio il quale eserciti la *tag along* o il recesso in via convenzionale. Su quest'ultimo punto, in particolare, Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 74, cit., in motivazione, osserva come «su ciò regna sovrana l'autonomia statutaria, poiché l'effetto di un prezzo di uscita non equo comporta semplicemente l'improbabilità dell'esercizio di un diritto (di recesso) che per legge nel frangente non sussiste».

³⁶ Così, chiaramente, Consiglio Notarile di Firenze, Orientamento n. 67/2018, cit., secondo cui «la situazione attiva, radicalmente differente dal *patti* cui sono sottoposti gli azionisti nel caso delle azioni riscattabili, così come - si è visto in precedenza - permette soluzioni meno rigide nella costruzione dei profili «temporali» del diritto di categoria, concede anche ampi margini di manovra in relazione al *quantum*. L'esercizio di un diritto di vendita attribuito dall'autonomia statutaria non pone infatti esigenze di individuazione di valori minimi da riconoscere al socio che sceglie di dismettere la partecipazione, a differenza delle azioni riscattabili».

³⁷ Si veda, per tutti, Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 74, cit., che osserva come «nulla si oppone al recesso libero introdotto dai soci pur in presenza di un termine di durata: l'unica condizione (desumibile in via interpretativa anche in assenza di esplicita previsione statutaria) è che alla libertà assoluta di recesso si accompagni la sua inefficacia prima dell'integrale decorrenza di un periodo di preavviso di almeno 180 giorni».

³⁸ Così, in dottrina, V. DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Liber Amicorum Campo-basso*, III, Torino, 2007, 232 e G. MARASÀ, *op. cit.*, 791.

³⁹ Così, Consiglio Notarile di Firenze, Orientamento n. 67/2018, cit., il quale sottolinea la differenza con le azioni riscattabili, le quali dovrebbero essere sempre sottoposte a termini o condizioni che regolino l'esercizio del potere di riscatto, al fine di evitare abusi della maggioranza. Si è sopra dimostrato come, in realtà, tale affermazione sia corretta solo in parte, in quanto le condizioni di riscatto divengono superflue in presenza di una categoria azionaria (che già limita il libero arbitrio dei riscattanti, e fornisce *ab origine* ai titolari di tali azioni la consapevolezza della loro soggezione al riscatto), fermi restando i principi di buona fede e parità di trattamento nell'esercizio del potere di riscatto.

6.1. Azioni riscattande, prezzo di vendita e patto leonino

6.2. Azioni riscattande e opzione put

Una volta esaurita la ricostruzione della disciplina, desumibile dall'accostamento a figure affini (quali il recesso convenzionale o la clausola di *tag along*), è necessario concentrarsi sull'aspetto realmente problematico delle azioni riscattande, sul quale si sono soffermate sia la massima fiorentina in commento sia la dottrina che si è espressa sul punto: si tratta, nello specifico, della compatibilità di simili pattuizioni col divieto di patto leonino di cui all'art. 2265 c.c.⁴⁰.

Il dibattito, peraltro, ha recuperato notevole attualità a seguito di alcune recenti pronunce, tanto di merito⁴¹ quanto di legittimità⁴², proprio in tema di patto leonino ed opzione *put*⁴³: quest'ultima pattuizione, in particolare, consiste nell'attribuire ad un socio il diritto di vendere le proprie azioni ad un soggetto, tendenzialmente un altro socio, che si trova pertanto obbligato ad acquistare le azioni, alle condizioni precedentemente concordate. Questa fattispecie è, pertanto, sotto molti aspetti, coincidente con quella già descritta in ambito di azioni riscattande. L'equivoco in cui non bisogna incorrere⁴⁴ è, infatti, ritenere che azioni riscattande e patto di opzione *put* debbano sottostare a diverse discipline solo

Si vedrà di seguito come la tematica delle condizioni, a cui il potere di essere riscattati è sottoposto, possa, in realtà, rivestire notevole importanza nel dibattito sull'ammissibilità delle azioni riscattande, al fine di evitare la violazione del divieto di patto leonino, *ex art.* 2265 c.c.

⁴⁰ Si noti che, per ragioni di sintesi, si è tralasciato il dibattito relativo all'art. 2265 c.c. quale norma transpica (applicabile cioè ad ogni tipo sociale, seppur dettata in tema di società di persone). Tale lettura della norma è accolta anche dalla giurisprudenza (di merito e di legittimità), di seguito riportata, oltre che dalla dottrina prevalente. Per una critica a tale impostazione, si rimanda a M.S. SPOLIDORO, *Clausole put e società leonina*, in *Riv. soc.*, 2018, 1311 ss.

⁴¹ Ci si riferisce, in particolare, a App. Milano, 19 febbraio 2016, in *Notariato*, 2016, 489 ss., con nota di E. MAZZOLETTI, *Put option e patto leonino: un divieto ancora attuale?*, Trib. Milano, 18 ottobre 2017, in *Società*, 2018, 291 ss., con nota di G. PENZO, *Opzione put e violazione del divieto di patto leonino: nuovi spunti sul requisito di assolutezza*, e, infine, Trib. Bologna, 1 febbraio 2018, reperibile in *CNN Notizie*, numero 190 del 22 ottobre 2018, con commento di A. RUOTOLO-D. BOGGIALI, *Opzione put, divieto del patto leonino e nullità per difetto sopravvenuto della causa in concreto*.

⁴² Cass., 4 luglio 2018, n. 17498, in *Riv. dir. bancario*, reperibile in *dirittobancario.it*, con nota di E. COSSU, *Opzione put e patto leonino*; in *Giur. Comm.*, 2019, II, 276 ss., con nota di M.L. PASSADOR, *Hic non sunt leones: la liceità dei patti parasociali di finanziamento partecipativo*; in *Giur. Comm.*, 2020, II, 300 ss., con nota di S. SCORDO, *Partecipazioni sociali, clausole di opzione put e interessi dell'impresa*; in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, II, 81 ss., con nota di N. DE LUCA, *Il socio "leone". Il revirement della Cassazione su opzioni put a prezzo definito e divieto del patto leonino*; in *Giur. it.*, 2019, 366 ss., con nota di A. PETRUZZI, *Opzioni put & call, finanziamento partecipativo e divieto del patto leonino*; in *Società*, 2019, 13 ss., con nota di A. BUSANI, *È valida l'opzione put utile ad attrarre capitale di rischio*.

⁴³ E alla quale si contrappone la c.d. opzione *call*, che consente ad un determinato soggetto di decidere se acquistare il pacchetto azionario oggetto di tale diritto, e dunque replica un meccanismo affine alle azioni riscattabili.

⁴⁴ E nel quale, invece, erano cadute le risalenti pronunce Cass., 14 giugno 1939, n. 2029, in *Foro It.*, 1940, I, 94 ss., e Cass., 30 maggio 1941, n. 1618, in *Riv. dir. comm.*, 1942, II, 305 ss. Al contrario, autorevolissima dottrina (G. MINERVINI, *Partecipazioni a scopo di finanziamento e patto leonino*, in *Contr. Impr.*, 1988, 779) era addirittura arrivata a sostenere che potesse violare il divieto in esame anche «anche il patto (di esclusione del socio dagli utili, o dalle perdite) autonomo rispetto al contratto sociale, e anche se esso sia convenuto addirittura con terzi». La chiave di lettura più convincente – al fine di distinguere i casi in cui rilevi o meno il rispetto dell'art. 2265 c.c. – pare fornita da Cass., 4 luglio 2018, n. 17498, in *Giur. Comm.*, 2019, II, 280, nella parte in cui afferma l'irrelevanza del solo «trasferimento del rischio puramente interno fra un socio e un altro socio o un terzo, allorché non alteri la struttura e la funzione del contratto sociale, né modifichi la posizione del socio in società, e dunque non abbia nessun effetto verso la società stessa».

perché, nel primo caso, siamo di fronte ad una previsione statutaria, mentre, nel secondo, si tratta di un mero patto parasociale. In tale fattispecie, infatti, la diversa fonte del potere di “riscatto” in capo ad un socio non pare avere immediate ricadute sul dibattito relativo alla compatibilità (o meno) del patto col dettato dell'art. 2265 c.c.

Del resto, se – come si ritiene preferibile – il criterio distintivo tra patto sociale e parasociale è da rintracciarsi nel fatto che il primo si rivolga e vincoli i soci nella loro “indeterminatezza”, siano essi attuali o futuri, mentre il secondo riguardi esclusivamente le singole parti dell'accordo⁴⁵, in entrambi i casi il risultato tipico del patto leonino sarebbe *in concreto* realizzabile. Le azioni riscattande altro non sono che un diritto di opzione *put* attribuito ad una determinata categoria azionaria⁴⁶: al variare della fonte di tale opzione, non cambia il risultato, in alcuni casi ottenibile, di esclusione *in maniera assoluta e costante* di un socio dai risultati sociali, ed in particolar modo dalle perdite eventualmente registrate. Vietare la previsione statutaria di azioni riscattande, per poi consentire di raggiungere il medesimo risultato attraverso la stipulazione di un'opzione *put* tra privati, rappresenterebbe un comportamento contraddittorio ed un equivoco nel quale l'interprete deve guardarsi dal cadere⁴⁷.

6.3. Il fenomeno del c.d. finanziamento partecipativo

Arriviamo, dunque, al cuore del problema relativo alla legittimità delle azioni riscattande, il quale verte sull'individuazione dei parametri volti a stabilire se l'opzione *put* comporti una sostanziale violazione del divieto di patto leonino. A tal fine, è d'obbligo richiamare quello che, in un sistema di *Common Law*, sarebbe definito il *leading case* sul tema: si

⁴⁵ In tal senso, G.A. RESCIO, *I patti parasociali nel quadro dei rapporti contrattuali dei soci*, in *Liber Amicorum Campobasso*, I, Torino, 2006, 475 s. e G. OPPO, *Patto sociale, patto collaterale e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, 1, 60, il quale, in particolare, afferma che «non si può limitare il sociale a “ciò che riguarda oggettivamente l'agire della società”: anche l'agire del socio è sociale se posto in essere secondo le norme della società».

⁴⁶ In realtà, potrebbe, astrattamente, configurarsi anche il caso in cui il diritto a subire il riscatto non si configuri quale “diritto diverso” caratterizzante una categoria azionaria, bensì quale condizione in cui tutti i soci potrebbero incorrere, al verificarsi di determinate condizioni. Nulla, infatti, sembra precludere ad una simile fattispecie che, di fatto, si avvicinerebbe ulteriormente alla figura del recesso *ad nutum* (o convenzionale, ove il riscatto fosse condizionato a determinati eventi): in tal caso, pare tutt'al più lecito interrogarsi sulla necessità di estendere – all'ipotesi in cui tutte le azioni siano riscattande *ad nutum* – il correttivo del preavviso dei 180 giorni, richiesto per il recesso *ad nutum* da Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 74, cit., di cui alla precedente nt. 37.

⁴⁷ Specificamente sul tema, cfr. M.L. PASSADOR, *op. cit.*, 289, la quale nota come sia necessario guardare «alla situazione sostanziale che si verifica per effetto di quella pattuizione parasociale», in quanto solo così facendo «si contempla il fatto che l'esclusione dalle perdite o dagli utili integri una situazione “assoluta e costante” che si riverbera sullo status del socio, a prescindere dalla fonte (sociale o extrasociale) che detta circostanza genera». Dello stesso avviso, già prima della riforma, G. SBISÀ, *Circolazione delle azioni e patto leonino*, in *Contr. Impr.*, 1987, 816 ss. e N. ABRIANI, *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, Milano, 1994, 140-142. In giurisprudenza, chiaramente, Trib. Roma, 5 luglio 2017, reperibile in *ilsocietario.it*, secondo cui «il patto stipulato tra alcuni soci, pur formalmente estraneo al contratto di società, si presenta collegato ad esso poiché tendente a realizzare un risultato economico unitario; tale collegamento vale a ricondurre il patto formalmente estraneo al contratto di società all'interno dell'operazione societaria ed a sottoporlo alla relativa disciplina, con la conseguenza che anche il patto parasociale deve considerarsi nullo ove sia elusivo del divieto di cui al citato art. 2265 c.c.».

In tal senso, anche M.S. SPOLIDORO, *Opzione put e patto leonino: le incertezze non sono (ancora) finite*, in *Società*, 2020, 1366, il quale ritiene che debba «essere abbandonata la pretesa di distinguere – in questa materia – un contesto “sociale” (al quale l'art. 2265 c.c. sarebbe applicabile transtipicamente) da uno “parasociale” (che invece sarebbe da valutare in concreto, sulla base del solo art. 1322 c.c.)».

tratta, nello specifico, della pronuncia della Cassazione n. 8927 del 1994⁴⁸, la quale rappresenta – nonostante il tempo trascorso – un punto fermo in ambito di patto leonino ed afferma che quest'ultimo è caratterizzato «dalla esclusione totale e costante di uno o di alcuni soci dalla partecipazione al rischio di impresa e dagli utili», dovendosi, peraltro, aver riguardo al risultato sostanziale (e non formale) che viene a realizzarsi a seguito della pattuizione. A riprova della sua centralità, a questa pronuncia fanno costante riferimento sia la sentenza della Cassazione del luglio 2018 sia la massima fiorentina in commento, nel tentativo di individuare concretamente gli indici per ravvisare la sussistenza di un patto leonino.

L'analisi parte, innanzitutto, dalla *ratio* del divieto di patto leonino, individuata, tradizionalmente, nella purezza della *causa societatis*, e dunque nella necessità di garantire un corretto bilanciamento tra potere e rischio, evitando così che i soci, esenti dal rischio di impresa, si disinteressino delle vicende societarie. Ciò comporterebbe, infatti, non pochi inconvenienti, una volta che costoro vengano coinvolti nelle decisioni relative all'organizzazione sociale.

Se questo era il quadro delineato dalla Cassazione nel 1994, la pronuncia della Suprema Corte del 2018 non può che prendere atto dell'evoluzione dei concetti appena espressi e, in particolar modo, dei cambiamenti avvenuti all'interno del panorama (normativo e dottrinale) in materia societaria.

Innanzitutto, la Corte prende atto di come il concetto di *causa societatis* si sia evoluto nel corso del tempo⁴⁹, e abbia conosciuto importanti deviazioni rispetto alla sua tradizionale concezione. In particolare, sempre più frequenti – non solo nella prassi ma anche nella normativa di settore – sono le ipotesi in cui il capitale venga utilizzato all'interno delle operazioni di finanziamento dell'impresa⁵⁰, al fine di raggiungere un duplice risultato: da una parte, il socio-finanziatore ha un maggiore controllo sulla società finanziata, mentre, dall'altra parte, quest'ultima ottiene migliori condizioni di finanziamento (con la previsione di un tasso più agevolato o senza costituzione di ulteriori garanzie, ad esempio)⁵¹.

⁴⁸ Cass., 29 ottobre 1994, n. 8927, in *Società*, 1995, 178 ss., con nota di D. BATTI, *Il patto leonino nell'ambito di partecipazioni a scopo di finanziamento*; in *Nuova giur. comm.*, 1995, I, 1161, con nota di C. TEDESCHI, *Sul divieto di patto leonino*; in *Giur. Comm.*, 1994, II, 478, con nota di A. CIAFFI, *Finanziaria regionale e patto leonino*; in *Notariato*, 1995, 244 ss., con nota di U. LA PORTA, *Patti parasociali e patto leonino*.

⁴⁹ Tornano alla mente le riflessioni compiute da P. SPADA, *Appunto in tema di capitale nominale e di conferimenti*, in *Studi e materiali CNN*, 2007, 1, 180 ss., il quale nota l'evoluzione della funzione del capitale sociale, la quale non potrà essere facilmente ricondotta né alle più tradizionali funzioni produttivistica e di garanzia, né ormai (a seguito dell'introduzione di azioni a voto limitato, senza voto o a voto plurimo e di azioni privilegiate negli utili o postergate nelle perdite) alla funzione organizzativa dello stesso, che individuerrebbe nel capitale nominale il «regolatore» per l'attribuzione di diritti amministrativi e economici.

⁵⁰ Cass., 4 luglio 2018, n. 17498, cit., 282, cita alcuni esempi di finanziamento societario che può avvenire «a titolo di partecipazione al capitale di rischio (azioni privilegiate, postergate, a voto plurimo, riscattande, ecc.), di debito (mediante obbligazioni strutturate, subordinate, irredimibili ex art. 2411) o con i numerosi strumenti finanziari che possono essere emessi dalla società (cfr. art. 2346, comma 6; art. 2447-ter, comma 1, lett. e)».

⁵¹ Significative, al riguardo, le riflessioni svolte da E. MAZZOLETTI, *op. cit.*, 494, nt. 11, il quale osserva come «in questo caso, con la *put* e/o la *call* option, l'investimento “umano” di chi apporta al *business* la sua professionalità trova un bilanciamento rispetto all'apporto del socio finanziatore che gli consente di recuperare almeno parte del maggior valore che nel tempo ha acquisito l'azienda, anche grazie alla sua attività». Al riguardo, si rimanda a E. BARCELLONA, *Clausole di put & call a prezzo predefinito. Fra divieto di patto leonino e principio di corrispettività*, Milano, 1994, 10 ss.

Si tratta delle operazioni cc.dd. di finanziamento partecipativo, all'interno delle quali «la causa concreta è mista, in quanto associativa e di finanziamento, con la connessa funzione di garanzia assoluta dalla titolarità azionaria e dalla facoltà di uscita dalla società senza la necessità di pervenire, a tal fine, alla liquidazione dell'ente»⁵².

Parimenti, anche la tradizionale equazione potere-rischio risulta ormai difficilmente rinvenibile, all'interno di un sistema che ha subito notevoli mutamenti ed è arrivato ad ammettere meccanismi – *prima facie* incompatibili con tale principio – quali l'assegnazione non proporzionale delle azioni (art. 2346, 4 comma c.c.), le azioni prive del diritto di voto, a voto limitato o plurimo (art. 2351, 2 e 4 commi c.c.), ovvero le azioni postergate nelle perdite (art. 2348, 2 comma c.c.)⁵³.

La Cassazione nel 2018 e, con essa, la massima 67 del Consiglio Notarile di Firenze prendono atto di questa evoluzione e ritengono ben possibile che la partecipazione sociale possa esser sostenuta dalla “causa mista” (associativa e di finanziamento) sopra descritta, chiedendosi, a questo punto, quale sia il perimetro del divieto di patto leonino.

In primis, tanto la Suprema Corte quanto il Consiglio fiorentino affermano la necessità di verificare la *causa concreta* sottostante alla complessiva operazione che arriva ad attribuire ad un socio l'opzione *put* (mediante categoria azionaria o patto parasociale) relativamente alle proprie partecipazioni⁵⁴.

In secundis, una volta individuata la sussistenza della causa (spesso riconducibile al c.d. finanziamento partecipativo e rientrante nel più ampio concetto di *causa di impresa*, quale interesse all'incentivazione dell'attività imprenditoriale⁵⁵), si rende necessario verificare

Sul punto, anche Cass., 4 luglio 2018, n. 17498, cit., 285, la quale sottolinea come tale meccanismo faciliti «il reperimento di un finanziamento a condizioni più favorevoli, grazie alla contrazione del rischio per il creditore, dunque a tassi di regola inferiori e pure quando il sistema bancario non lo concederebbe, senza necessità di sottoporre i beni del patrimonio del finanziato a vincoli reali o di ricercare onerose garanzie personali».

⁵² Così, Cass., 4 luglio 2018, n. 17498, cit., 282.

⁵³ Sul dibattito inerente all'attualità del principio di corrispondenza rischio-potere, cfr. 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, *passim*, e spec. 216 ss., il quale sostiene che si tratti di un principio ancora attuale. Contrari all'attualità di simile principio, fra gli altri, U. TOMBARI, *Le azioni a voto plurimo*, in AA.VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggioranza del voto*, a cura di U. TOMBARI, Torino, 2016, 27; A. POMELLI, *Rischio d'impresa e potere di voto nella società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie*, in *Giur. Comm.*, 2008, I, 525 e G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2007, 145.

⁵⁴ In tal senso, in tema di patto di opzione *put*, la più recente giurisprudenza, rappresentata da App. Milano, 13 febbraio 2020, in *Società*, 2020, 1355 ss., con nota di M.S. SPOLIDORO, *Opzione put e patto leonino: le incertezze non sono (ancora) finite*, la quale afferma espressamente che «la valutazione della meritevolezza della causa delle clausole attributive del diritto di opzione *put* per la vendita a un altro socio di una partecipazione sociale in una società di capitali, a condizioni tali da assicurare l'immunità del titolare di tale diritto dalle perdite e un determinato rendimento, deve essere fatta in concreto, verificando che in concreto non si determini un'alterazione della causa del contratto di società o un'esclusione assoluta del socio dalle perdite».

⁵⁵ Cfr., sul punto, S. SCORDO, *op. cit.*, 310 s., la quale osserva che «l'interesse dell'impresa si identifica nell'opportunità di assicurare la maggiore efficienza produttiva della società stessa, anche attraverso il suo finanziamento, con l'obiettivo di realizzare utile ed incrementare il valore delle partecipazioni sociali. L'impresa, in quanto tale, potrebbe avere esigenze proprie e, in parte, diverse rispetto a quelle degli azionisti, in quanto lo svolgimento e la gestione dell'impresa non compete ai soci, i quali sono portatori di interessi plurimi e riconducibili alle diverse finalità cui l'azionariato fa riferimento. In ragione di ciò, la verifica della

se il suo perseguimento non solo comporti un'esclusione del socio dalle perdite e/o dagli utili, ma determini inoltre un totale disinteresse dell'azionista nell'attività sociale. Del resto, l'esclusione assoluta e costante del socio da utili e perdite altro non è che l'indicatore, attraverso il quale avvedersi del totale snaturamento della vicenda societaria. Un simile risultato si produce nel momento in cui il socio (o, meglio ancora, il soggetto munito del diritto di voto⁵⁶) sia del tutto disinteressato alla vita della società, poiché lo stesso non partecipa in alcun modo al relativo rischio d'impresa.

Ciò, si badi bene, non si verifica mai, nel momento in cui la soddisfazione del socio-creditore dipenda *esclusivamente* dal patrimonio (o, più precisamente, dall'attività) sociale, senza che intervengano garanzie ulteriori, volte a svincolare la soddisfazione del creditore dall'andamento della società stessa⁵⁷. In tal caso, infatti, il socio-finanziatore partecipa (seppur in maniera meno accentuata) al rischio di impresa, in quanto è dai risultati di quest'ultima che dipende la soddisfazione delle sue ragioni.

Una violazione dell'art. 2265 c.c. potrebbe verificarsi soltanto ove il socio abbia il diritto di ricevere, in ogni momento e a prescindere dall'andamento della società, esattamente la somma investita (e, magari, i relativi interessi): in tal caso, infatti, costui sarebbe *in toto* esente dai risultati sociali, risultando peraltro evidente la causa "pura"⁵⁸ di finanziamento, che connoterebbe tale partecipazione sociale.

6.4. Il perimetro del patto leonino nelle azioni riscattande

Se le pronunce della Cassazione (tanto quella del 1994 quanto quella del 2018) sono elementi imprescindibili al fine di chiarire il significato del patto leonino⁵⁹, la massima 67 di Firenze ha l'indubbio pregio di individuare alcuni elementi che in concreto aiutino a

meritevolezza della causa dell'accordo va condotta avendo riguardo non solo alle posizioni soggettive dei soci paciscenti, bensì anche in considerazione degli interessi di cui è portatrice l'impresa».

⁵⁶ Come nell'emblematico caso del creditore pignoratizio, il quale «sebbene non socio, ha comunque interesse a votare per la valorizzazione della partecipazione sociale, la quale costituisce garanzia reale (stavolta in senso tecnico) del suo diritto di credito» (Cass., 4 luglio 2018, n. 17498, cit., 283).

⁵⁷ Senza, cioè, che vi sia un'alterazione del principio di cui all'art. 2740 c.c., relativamente al debito contratto dalla società. In presenza, ad esempio, di garanzie concesse sui beni sociali ovvero da soci o altri soggetti, il socio-creditore potrebbe di fatto disinteressarsi dell'andamento della società, in quanto la soddisfazione del suo credito sarebbe comunque assicurata dalle garanzie concesse in suo favore. Costui, dunque, non parteciperebbe (neanche in minima parte) al rischio d'impresa.

Traslato nel caso delle azioni riscattande, questo principio comporterebbe la liceità del patto di opzione *put* stipulato tra socio-finanziatore e società, purché non intervengano ulteriori garanzie o altre pattuizioni volte ad alterare, nel caso concreto, la partecipazione del creditore al rischio d'impresa.

⁵⁸ È il caso in cui il soggetto tenuto al riscatto fosse un socio o, comunque, un soggetto diverso dalla società. Tale evenienza consentirebbe al socio di disinteressarsi dell'attività sociale, in quanto l'adempimento del debito (e dunque il riscatto delle sue azioni) dipenderebbe non dalla solvenza del soggetto effettivamente finanziato (la società) e dai suoi risultati, bensì dalla condizione economica del soggetto obbligato al riscatto, su cui, in ultima istanza, graverebbe il peso economico dell'operazione. Sarebbe dunque il patrimonio di quest'ultimo a rappresentare l'effettiva garanzia patrimoniale che assiste il credito del finanziatore.

⁵⁹ In particolare, nota M.L. PASSADOR, *op. cit.*, 305, la pronuncia della Suprema Corte del 2018 impone di guardare «alla struttura complessiva dell'operazione, al fine ultimo con cui agisce il socio-finanziatore, ben oltre il mero acquisto della partecipazione sociale. Porre attenzione a questo aspetto significa, in ultima istanza, verificare in concreto l'eventuale sussistenza del patto leonino e del rischio di una nociva deresponsabilizzazione del socio-finanziatore, ma ancor prima significa attribuire "rilievo pregnante alle circostanze distintive del caso". Non solo. Tale interpretazione permette di rivalutare la volontà delle parti e la loro autonomia nell'organizzazione dei modelli di "finanziamento partecipativo nell'attuale congiuntura economica"».

chiarire se un'opzione *put* (prevista, nel caso specifico, per le azioni riscattande) determini o meno la violazione del divieto di cui all'art. 2265 c.c.

Le conclusioni a cui giunge il Consiglio Notarile di Firenze, però, non possono in alcun modo prescindere dalle riflessioni sopra svolte in tema di patto leonino e, in particolare, dalla verifica dell'assunzione del rischio di impresa da parte del soggetto titolare del pacchetto azionario.

In particolare, la prima distinzione da compiersi è relativa al soggetto che è sottoposto all'obbligo di riscatto, ove il socio titolare delle azioni riscattande eserciti il proprio potere.

Se, infatti, il soggetto riscattante fosse la società, mai si potrebbe configurare il rischio di un patto leonino⁶⁰. Al riguardo, le motivazioni addotte dal Consiglio fiorentino sono senz'altro convincenti, ma nascondono al loro interno l'ulteriore, più profonda, *ratio* della legittimità di questa pattuizione. La massima in commento, infatti, acutamente osserva che il riscatto da parte della società è una semplice compravendita di azioni proprie, perciò sottostante agli obblighi di cui all'art. 2357 c.c. Dunque, il riscatto è sottoposto alla «condizione legale della sussistenza “degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato”»: tale meccanismo «rappresenterebbe un sufficiente elemento di alea per escludere la sostanziale eliminazione del rischio di impresa e quindi la violazione del patto leonino».

L'argomento, si ripete, è convincente, ma pare basarsi su una constatazione empirica (la necessità di rispettare l'art. 2357 c.c., il quale pone una condizione affinché la società possa acquistare azioni proprie), piuttosto che sul reale motivo per cui, in tal caso, il socio-finanziatore si sta comunque assumendo il rischio di impresa. Ogniquale, infatti, un soggetto finanzia una società (soprattutto ove il credito non sia assistito da garanzie provenienti da soggetti terzi) costui si assume, seppur indirettamente ed in misura attenuata, il rischio di impresa, in quanto il soddisfacimento delle sue ragioni è subordinato al buon andamento della società e, comunque, al fatto che essa abbia le risorse per ripagare il debito contratto⁶¹. Quindi, non è la disciplina sulle azioni proprie – la quale, come sopra precisato, mette al riparo dal pericolo dell'annacquamento azionario e dalle relative conseguenze – a scongiurare il rischio di patto leonino, bensì il fatto che il riscatto delle azioni del socio-finanziatore dipenda esclusivamente dalla società e dal suo patrimonio⁶².

⁶⁰ *Contra*, Consiglio Notarile di Roma, Massima n. 5 di luglio 2016, *Azioni redimibili*, secondo la quale la «la relativa posizione passiva incombe sui titolari di azioni ordinarie, e non sulla società, al fine di non eludere la normativa in tema di riduzione del capitale (art. 2445 c.c.) ovvero il divieto di distribuzione di utili fittizi (art. 2433 c.c.)». Tale posizione non è condivisibile, in quanto, se si ammettono ipotesi di recesso *ad nutum* (a cui lo stesso comitato fa riferimento alla successiva Massima n. 6 di luglio 2016, *Recesso convenzionale, acquisto delle proprie partecipazioni e riduzione non proporzionale del capitale*), non si vede perché vietare il medesimo risultato attraverso la previsione di azioni riscattande.

⁶¹ Così, anche Cass., 4 luglio 2018, n. 17498, cit., 283, la quale osserva che «il finanziatore divenuto socio con clausola *put* ha un sicuro interesse a favorire le buone sorti della società e, con esse, del suo investimento: sia perché ha eseguito il conferimento, avendo investito pur sempre nell'intento di moltiplicare il valore del proprio denaro e non soltanto di recuperarlo dopo un dato periodo di tempo, sia soprattutto perché il suo debitore proprio grazie al successo dell'impresa economica potrà, con assai maggiore probabilità, restituire l'importo pattuito».

⁶² In quanto la soddisfazione del creditore passa dal riscatto azionario, a sua volta condizionato al fatto che la società possieda le risorse necessarie al fine di procedere all'acquisto delle azioni proprie. Sarebbe invece

A prescindere dal percorso argomentativo utilizzato, il risultato non cambia: ove le azioni riscattande prevedano l'obbligo di riscatto in capo alla società, il titolare di tale categoria assumerà comunque il rischio di impresa e ciò mette *ex se* al riparo dalla qualificazione di tale pattuizione come leonina⁶³. Non sarà pertanto necessario inserire alcun accorgimento relativo al prezzo, alle tempistiche di riscatto o, ancora, alle modalità di partecipazione del socio-finanziatore alla vita sociale⁶⁴.

Il discorso si complica nel momento in cui il soggetto tenuto al riscatto non sia la società, bensì gli altri soci. In tal caso, la soddisfazione del credito concesso alla società dipende, in ultima istanza, dalla condizione economica del socio riscattante. Ove la società versi in cattive acque, al titolare delle azioni riscattande basterà rivolgersi al socio riscattante (obbligato, si ricorda, al riscatto) al fine di ottenere la soddisfazione del proprio credito. In estrema sintesi, questo meccanismo consente al socio finanziatore di avere in ogni momento un *exit* dalla società, con la certezza di restare indenne da ogni risultato negativo registrato dalla stessa.

In tal caso, il pericolo di incorrere nel patto leonino è ben più concreto e potrebbe realizzarsi, ove non vengano utilizzati i correttivi⁶⁵ individuati dalla massima di Firenze e di

illecita la fattispecie nella quale – mediante un patto parasociale – altri soci assumano l'obbligo di fornire alla società i mezzi necessari ad acquistare le azioni riscattande. In tal caso, mancherebbe nuovamente l'assunzione del rischio d'impresa da parte del socio-finanziatore, la cui soddisfazione non dipenderebbe esclusivamente dalla consistenza patrimoniale della società (e, di conseguenza, dal suo andamento). La società sarebbe, infatti, solo la riscattante sul piano *formale*, mentre *sostanzialmente* il riscatto graverebbe su altri soggetti (*i.e.* i soci che effettuano gli apporti a patrimonio): tornerebbe dunque necessario utilizzare i medesimi correttivi, di seguito esaminati, volti ad escludere la violazione dell'art. 2265 c.c. ove il soggetto riscattante non sia la società.

Preme pertanto ribadire la necessità di effettuare un controllo relativo alla causa concreta della complessiva operazione, verificando non solo la validità in astratto del rapporto tra società e socio-finanziatore, ma anche la sussistenza di ulteriori pattuizioni – riferite alla sfera parasociale – volte ad “alterare” la fattispecie delle azioni riscattande qui ipotizzata. Sulla rilevanza dei patti parasociali all'interno della complessiva operazione, si veda anche M.S. SPOLIDORO, *Opzione put e patto leonino: le incertezze non sono (ancora) finite*, cit., 1365, il quale sottolinea come «storicamente, il fenomeno concreto delle pattuizioni leonine è sempre stato legato a pattuizioni indirette, che oggi si chiamerebbero parasociali».

⁶³ Pur restando fermo che il patto leonino non debba, in tal caso, sussistere in concreto, e dunque sul piano sostanziale. Si rende pertanto necessario verificare l'eventuale presenza di pattuizioni, volte ad escludere il socio-finanziatore dalla partecipazione alle perdite (come nei casi sopra esaminati) ovvero dagli utili percepiti. Un'esclusione dagli utili si verificherebbe, ad esempio, ove il prezzo del riscatto tenga conto di quanto eventualmente distribuito *medio tempore* al socio, scomputandolo dal prezzo di riscatto: in tal caso, si realizzerebbe (indirettamente) il risultato di escludere il socio-finanziatore dai risultati positivi registrati proprio dalla società, andando così incontro al divieto di cui all'art. 2265 c.c.

⁶⁴ Resterebbe comunque possibile inserire, in tale ipotesi, ulteriori correttivi quali la determinazione del prezzo di riscatto *per relatio* alla situazione patrimoniale della società o determinare le tempistiche con cui il potere del riscattando può esercitarsi. Si tratterebbe di previsioni volte non tanto a scongiurare la sussistenza di un patto leonino (assente *ab origine*, nella fattispecie in esame), quanto soprattutto a meglio assicurare il perseguimento dell'interesse sociale.

⁶⁵ Una simile conclusione è avallata anche da Cass., 4 luglio 2018, n. 17498, cit., 284, nella parte in cui osserva che «nell'opzione *put* a prezzo preconcordato si assiste all'assoluta indifferenza della società alle vicende giuridiche che si attuano in conseguenza dell'esercizio di essa, le quali restano neutrali ai fini della realizzazione della causa societaria, già per la presenza di elementi negoziali idonei a condizionare il potere di ritrasferimento a circostanze varie, capaci di orientare la scelta dell'oblato nel senso della vendita, ma anche della permanenza in società; onde non ne viene integrata l'esclusione da ogni partecipazione assoluta e costante dalle perdite».

In senso difforme, Consiglio Notarile di Roma, Massima n. 5 di luglio 2016, cit., nella parte in cui esclude *in toto* la ricorrenza del patto leonino ove onerato all'acquisto fosse un altro socio, in quanto «la fuoriuscita

fatto sussumibili sotto due categorie.

La prima tecnica, suggerita per evitare di incorrere nel divieto previsto all'art. 2265 c.c., è quella che meglio garantisce il raggiungimento del risultato, in quanto agisce sul prezzo di riscatto, elemento centrale per verificare la sopportazione di perdite da parte del socio finanziatore. In particolare, le azioni riscattande (con obbligo di riscatto in capo ai soci) non violerebbero il divieto di patto leonino, ove il prezzo di riscatto fosse determinato:

- non in misura fissa, bensì fornendo dei criteri che siano tali da far dipendere il valore di rimborso dalla consistenza patrimoniale della società. In tal caso, l'assunzione del rischio da parte del socio-finanziatore sarebbe *ictu oculi* evidente;
- in misura fissa, ma inferiore rispetto all'apporto fornito dal socio-finanziatore, il quale, nell'esercitare il potere di dismissione delle proprie azioni, sarebbe ben consapevole di registrare lui stesso una perdita. Questo non solo, dunque, rappresenterebbe un incentivo alla prosecuzione del suo investimento nella società, ma – in ogni caso – renderebbe certa l'assenza di un'assoluta e costante esclusione dalle perdite, alle quali il finanziatore parteciperebbe almeno in parte⁶⁶.

Ove, invece, il valore di riscatto fosse pari o di poco superiore al valore di acquisto della partecipazione, il rischio del patto leonino diventerebbe sempre più concreto: risulterebbe infatti evidente la volontà di finanziamento (con risultati economicamente equiparabili ad un mutuo oneroso a carico del socio riscattante), in quanto il socio-finanziatore potrebbe, in ogni momento, uscire dalla compagine sociale senza risentire in alcun modo degli eventuali risultati negativi registrati dalla società. La seconda categoria di correttivi, volti ad evitare un simile risultato, pur continuando a fissare il prezzo di riscatto in misura pari o superiore all'apporto iniziale del finanziatore, sarebbe pertanto costituita dalle seguenti possibilità, tra loro alternative:

- di individuare termini o condizioni, al ricorrere dei quali il potere di essere riscattati possa essere esercitato. È chiaro che l'individuazione del contenuto di questi termini o condizioni dovrà essere valutata nel caso concreto. Può affermarsi con certezza che dovrà trattarsi di una condizione che renda effettivamente incerta la possibilità del socio di esercitare il suddetto potere⁶⁷ o di un termine che sia tale da limitare effettivamente il potere del riscattando⁶⁸; ovvero

dal consenso sociale sarà valutata non secondo una mera volontà, bensì secondo un calcolo dell'utilità economica, a sua volta dipendente dall'andamento della società»: si tratta di un'affermazione che ignora la possibile realtà dei fatti, consistente nel disinteresse del socio-finanziatore verso l'attività sociale, alla luce della sua totale esenzione dal rischio d'impresa (assicuratogli dall'opzione *put* ove non ricorrano i correttivi esaminati di seguito).

⁶⁶ Nota lo stesso Consiglio Notarile di Firenze, Orientamento n. 67/2018, cit., che, in tale ipotesi, «l'investitore-azionista di categoria, ove la società non consegua risultati positivi, comunque sopporta una perdita, anche se inferiore a quella che avrebbe subito in mancanza di un qualsiasi valore minimo di vendita, e non viene escluso dal rischio d'impresa, di cui risente anche se in modo temperato».

⁶⁷ Ritenendo che non rappresentino un valido correttivo condizioni che dipendano dal mero arbitrio del socio finanziatore o che siano di quasi certa realizzazione, al punto da mancare una vera alea relativa al sorgere del diritto di essere riscattato. La massima in commento ritiene pertanto che la fissazione di una condizione per il riscatto sia un adeguato strumento per evitare la leoninità delle azioni riscattande, posizione confortata anche dalla pronuncia di Cass., 4 luglio 2018, n. 17498, cit., 284.

⁶⁸ Al riguardo, seppur la massima si esprima in maniera maggiormente dubitativa, potrebbero essere contemplate due ipotesi.

- di privare il socio del diritto di voto⁶⁹. Al riguardo, però, preme sottolineare come il Consiglio fiorentino esprima i propri dubbi sulla possibilità che tale *escamotage* possa scongiurare il pericolo del patto leonino. Una simile soluzione – di origine dottrinale⁷⁰ – è in realtà basata sull’equazione potere-rischio: in caso di esclusione dalle perdite, il socio sarebbe privato di ogni potere all’interno dell’assemblea. Tale situazione scongiurerebbe il pericolo che il disinteresse dell’azionista verso la vita sociale possa rendere più difficoltoso il funzionamento assembleare o comporti l’assunzione di scelte rischiose o sconvenienti da parte della società stessa: il socio-finanziatore, infatti, sarebbe *in toto* escluso dal procedimento assembleare. In estrema sintesi, costui non parteciperebbe né al rischio di impresa, né alla relativa attività: in tal modo, non solo sarebbe rispettato il tradizionale rapporto rischio-potere⁷¹, ma sarebbe soprattutto eliminato ogni effetto distortivo legato al possibile disinteresse del socio relativamente all’andamento societario⁷².

La massima in commento giunge alle conclusioni appena esposte, condivisibili anche alla luce delle riflessioni che precedono. Ove, pertanto, ricorra uno dei correttivi appena individuati⁷³, il socio-finanziatore si troverebbe, in vario modo, legato all’attività sociale, assumendone (salvo l’ultimo caso esaminato) il relativo rischio di impresa e, soprattutto,

La prima è il caso del termine iniziale, che sia tale da costringere il socio-finanziatore a restare in società per un periodo tale da fargli assumere un rischio di impresa legato al possibile fallimento o alla possibile riduzione del capitale sociale (sia essa con o senza azzeramento del capitale sociale). Si dovrebbe pertanto trattare di un termine iniziale sufficientemente lontano nel tempo, in modo da comportare un necessario interessamento del socio-finanziatore all’andamento sociale.

La seconda ipotesi è la previsione di un termine finale, che, al contrario, dovrebbe essere sufficientemente breve, in modo da imporre al socio-finanziatore di decidere in poco tempo se proseguire il proprio investimento nella società o dimmetterlo completamente, ricevendo in cambio quanto spettantegli. L’obbligo del riscattante di restituire, entro brevissimo termine, quanto ricevuto dalla società sembrerebbe confliggere con la volontà di finanziamento (che solitamente richiede una dilazione nella restituzione di capitale ed interessi), ma tale condizione renderebbe, dall’altro lato, irrilevante un eventuale disinteresse del socio all’andamento sociale, stante il breve lasso temporale in cui lo stesso assume una posizione di rilievo nella compagine sociale. Un simile meccanismo, pertanto, pur scongiurando il pericolo del patto leonino, pare poco efficiente nella realizzazione dell’assetto di interessi sottostante all’intera operazione.

⁶⁹ In tal caso, l’emissione di azioni riscattande dovrà rispettare il limite posto dall’art. 2351 c.c. relativamente alle azioni prive del diritto di voto o con diritto di voto limitato, che non potranno superare il 50% del capitale.

Tale limitazione del diritto di voto, peraltro, potrebbe non essere piena, bensì tale da escludere il potere decisionale nelle materie di competenza dell’assemblea ordinaria, quale approvazione del bilancio o nomina degli amministratori: così facendo, l’eventuale disinteresse del socio-finanziatore non sarebbe di impedimento all’assunzione delle delibere cc.dd. “necessitate”.

⁷⁰ Soluzione riconducibile, in particolare, a N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Società per azioni. Trattato di diritto commerciale*, a cura di G. COTTINO, Milano, 2010, IV,1, 231 ss. Sull’esclusione del socio “leonino” dalle decisioni sociali, si vedano anche M. TORSELLO, *Partecipazione a scopo di finanziamento e patto leonino parasociale*, in *Contr. Impr.*, 2000, 917 e, più recentemente, G. TERRANOVA, *Il divieto di patto leonino: un’analisi comparata alla luce della recente riforma del diritto belga*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 835.

⁷¹ Binomio, quello tra rischio e potere, frequentemente messo in discussione, come sopra evidenziato, anche alla luce dei più recenti interventi normativi. La crisi di tale principio ne consentirebbe, pertanto, la lettura “elastica” qui proposta (vista la mancanza, nel caso concreto, di entrambi gli aspetti – potere decisionale e rischio di impresa – caratterizzanti l’esperienza societaria).

⁷² Potrebbe addirittura ipotizzarsi che, in tal caso, venga meno la “causa mista” individuata dalla Cass., 4 luglio 2018, n. 17498, cit., 282, dovendosi piuttosto propendere per la sussistenza di un’unica causa, quella di finanziamento.

⁷³ Ferma restando, si ribadisce, la centralità di un esame compiuto *in concreto* dall’interprete, al fine di valutare la causa che sostiene l’operazione, nonché la relativa liceità.

scongiurando la sussistenza di un patto leonino.

Simili strumenti, in capo all'autonomia privata, non devono pertanto essere sottovalutati, in quanto, come osservato dalla Suprema Corte nella pronuncia del 2018, essi perseguono l'interesse (sicuramente meritevole di tutela) di «finanziamento partecipativo correlato ad un'operazione strategica di potenziamento ed incremento del valore societario. Interesse che, si noti, potrebbe addirittura reputarsi latamente generale, in quanto operazione coerente con i fini d'incentivazione economica perseguiti dal legislatore, quale strumento efficiente della finanza d'impresa»⁷⁴. Le azioni riscattande possono, in tale contesto, rappresentare un efficiente strumento di finanziamento dell'impresa e, dunque, una valida alternativa agli altri meccanismi, già contemplati all'interno del nostro ordinamento ed utilizzati dalla società per il reperimento delle risorse necessarie alla sua attività.

7.1. Tecniche redazionali

7.2.1. Categoria di azioni riscattabili: potere di riscatto in capo alla società

Articolo ...

Azioni riscattabili

1. La società può emettere azioni di categoria “azioni riscattabili”, relativamente alle quali è attribuito alla società stessa il c.d. diritto di riscatto, consistente nel potere di acquistare le azioni di categoria, al valore di liquidazione di cui all'art. 2437^{ter} c.c. e alle condizioni di cui all'art. 2357 c.c. Il potere di riscatto potrà essere esercitato dalla società, a mezzo di delibera del consiglio di amministrazione (e ferma l'autorizzazione di cui all'art. 2357 c.c.)⁷⁵, nel rispetto del principio di parità di trattamento tra i soci e secondo buona fede. Resta in ogni caso fermo il disposto dell'art. 2437^{sexies} c.c.⁷⁶.

2. Il suddetto potere di riscatto potrà essere esercitato mediante comunicazione da inviare ai soci titolari delle azioni riscattabili, con lettera raccomandata a/r, al domicilio risultante dal libro soci e contenente il numero di azioni oggetto di riscatto e la specificazione delle relative condizioni. Ove richiesto, i soci titolari delle azioni riscattabili saranno obbligati a dare esecuzione al riscatto azionario, entro e non oltre il termine di ... dall'avvenuta ricezione di suddetta comunicazione⁷⁷.

⁷⁴ Cass., 4 luglio 2018, n. 17498, cit., 284.

⁷⁵ Redazionalmente, risulta opportuno precisare l'organo sociale a cui spetta l'esercizio del diritto di riscatto: si discute infatti se lo stesso spetti alla sola assemblea dei soci (la quale, in tale sede, rilascia implicitamente anche l'autorizzazione ex art. 2357 c.c.), ovvero se esso spetti all'organo amministrativo, che dovrà poi ottenere anche l'autorizzazione ex art. 2357 c.c.

⁷⁶ Nonostante i dubbi sul punto (cfr. *supra*, nt. 9), pare opportuno il richiamo all'art. 2437^{sexies} c.c., necessario ove la società sia riscattante. Più dubbia, invece, una volta richiamato l'art. 2437^{ter} c.c. relativo al valore di liquidazione, è la necessità di un simile richiamo, ove il riscattante non sia la società: in tal caso, infatti, non potranno trovare applicazione né l'art. 2437^{quater} c.c. (pensato per il caso di recesso dalla società, e applicabile ove sia la società ad essere riscattante) né la normativa relativa all'acquisto delle azioni proprie.

⁷⁷ Questa precisazione pare opportuna, seppur non strettamente necessaria al fine di realizzare il trasferimento della titolarità delle azioni ove l'acquisto derivi dall'esercizio di un diritto potestativo riconosciuto in capo al riscattante. Questa tesi, soprattutto a seguito della riforma di diritto societario e alla luce del dettato letterale dell'art. 2437^{sexies} c.c., deve ormai considerarsi prevalente (cfr., per tutti, M. CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, cit., 78, nt. 97). Resta peraltro

7.2.2. Categoria di azioni riscattabili: potere di riscatto in capo ai soci

Articolo ...

Azioni riscattabili

1. La società può emettere azioni di categoria “azioni riscattabili”, relativamente alle quali è attribuito ai soci titolari di azioni di categoria ... (*ovvero: al socio che si trovi in una determinata condizione soggettiva; al terzo ...*) il diritto di riscatto, consistente nel potere di acquistare le azioni di categoria, al valore di liquidazione di cui all’art. 2437^{ter} c.c. Il potere di riscatto potrà essere esercitato dai riscattanti nel rispetto del principio di parità di trattamento tra i soci e secondo buona fede.

2. Il suddetto potere di riscatto dovrà essere esercitato mediante comunicazione da inviare ai soci titolari delle azioni riscattabili, al domicilio risultante dal libro soci, con lettera raccomandata a/r e contenente il numero di azioni oggetto di riscatto e la specificazione delle relative condizioni. Ove richiesto, i soci titolari delle azioni riscattabili saranno obbligati a dare esecuzione al riscatto azionario, entro e non oltre il termine di ... dall’avvenuta ricezione di suddetta comunicazione.

7.3. Riscattabilità quale condizione generale in cui ogni azione può incorrere

Articolo ...

Riscattabilità delle azioni

1. La società⁷⁸ potrà procedere al riscatto delle azioni sociali, i cui soci si vengano a trovare nella seguente condizione ... (*descrizione della condizione*). La sussistenza di tale condizione dovrà essere accertata mediante ... (*indicazione delle modalità di accertamento*) ad opera di

2. Pertanto, ove uno o più soci si vengano a trovare nella suddetta condizione, le azioni di titolarità di tali soci potranno essere riscattate dalla società, la quale dovrà – a mezzo di delibera del consiglio di amministrazione (e ferma l’autorizzazione di cui all’art. 2357 c.c.) – decidere se esercitare il suddetto potere entro ... dall’accertamento del verificarsi di tale condizione⁷⁹.

3. Il potere di riscatto, consistente nel potere di acquistare le azioni di categoria, al valore

fermo l’obbligo di consegnare o girare i certificati che incorporano le azioni riscattate, nonché di attuare il *transfert* in caso di mancata emissione dei certificati azionari, per evitare che la legittimazione verso la società rimanga in capo al soggetto riscattato.

⁷⁸ Preme sottolineare che, in tal caso, la riscattabilità potrebbe essere prevista anche a favore di una determinata categoria di soci o di un soggetto estraneo alla compagine: in tal caso, la tecnica redazionale proposta dovrà essere adattata, eliminando i riferimenti alla normativa sull’acquisto di azioni proprie e all’art. 2437^{quater} c.c., al pari di quanto già fatto nella precedente clausola, relativa alla categoria azionaria con potere di riscatto attribuito ad altri soci.

⁷⁹ Potrebbe inoltre essere opportuno (seppur non strettamente necessario) precisare se, al fine dell’esercizio del diritto di riscatto, sia necessario che la condizione, in cui sono incorsi i soci divenuti “riscattabili”, debba permanere fino all’esercizio del diritto di riscatto (non potendosi esercitare il riscatto, ove detta condizione venga *medio tempore* meno) ovvero se, una volta verificatasi la condizione prevista, le azioni siano ormai da considerarsi riscattabili per un determinato lasso di tempo, senza rilevare il permanere di detta condizione.

di liquidazione di cui all'art. 2437^{ter} c.c. e alle condizioni di cui all'art. 2357 c.c., dovrà essere esercitato nel rispetto del principio di parità di trattamento tra i soci e secondo buona fede. Resta in ogni caso fermo il disposto dell'art. 2437^{sexies} c.c.

4. Il suddetto potere di riscatto dovrà essere esercitato mediante comunicazione da inviare ai soci titolari delle azioni riscattabili, al domicilio risultante dal libro soci, con lettera raccomandata a/r, e contenente il numero di azioni oggetto di riscatto e la specificazione delle relative condizioni. Ove richiesto, i soci titolari delle azioni riscattabili saranno obbligati a dare esecuzione al riscatto azionario, entro e non oltre il termine di ... dall'avvenuta ricezione di suddetta comunicazione.

7.4.1. Categoria di azioni riscattande: obbligo in capo alla società

Articolo ...

Azioni riscattande

1. La società può emettere azioni di categoria “azioni riscattande”, i cui titolari possono, in ogni momento, decidere di far riscattare le proprie azioni da parte della società, la quale sarà pertanto obbligata ad acquistare le azioni del socio riscattato, al prezzo di ... (*misura fissa o criteri di determinazione*). In ogni caso, tale acquisto dovrà avvenire alle condizioni di cui all'art. 2357 c.c. e nel rispetto della disciplina delle operazioni su azioni proprie. In mancanza delle condizioni previste per l'acquisto di azioni proprie, pertanto, il diritto di subire il riscatto non potrà essere esercitato.

2. Il socio titolare delle azioni di categoria potrà esercitare il suo potere mediante comunicazione da inviare alla società, presso la sede sociale, a mezzo di raccomandata a/r e contenente il numero di azioni oggetto di riscatto e la specificazione delle condizioni. La società – in persona dei suoi rappresentanti legali, muniti dell'autorizzazione *ex art.* 2357 c.c. – sarà tenuta a dare esecuzione al riscatto azionario entro e non oltre il termine di ... dall'avvenuta ricezione di suddetta comunicazione.

7.4.2. Categoria di azioni riscattande: obbligo in capo ai soci

Articolo ...

Azioni riscattande

1. La società può emettere azioni “riscattande”, i cui titolari possono, in ogni momento (*ovvero: al verificarsi delle seguenti condizioni ... da accertarsi mediante ... ad opera di ...*), decidere di far riscattare le proprie azioni da parte dei soci titolari di azioni di categoria ..., i quali saranno obbligati ad acquistare le azioni di tale socio, al prezzo di (*misura fissa o criteri di determinazione*), in proporzione delle partecipazioni da ciascuno detenute.

2. (*In caso di prezzo in misura fissa pari o superiore a quanto conferito dal socio riscattato*) Il potere di subire il riscatto azionario potrà essere esercitato al ricorrere delle seguenti condizioni ... (*ovvero nei seguenti termini ...*), da accertarsi secondo le seguenti modalità ... ad opera di

(*Ovvero: Le azioni riscattande sono prive del diritto di voto*).

3. Il socio titolare delle azioni di categoria potrà (*eventualmente: entro ... giorni dall'avverarsi di suddetta condizione o dalla scadenza di suddetto termine*) esercitare il suo potere mediante comunicazione da inviare ai soci obbligati all'acquisto, presso il domicilio risultante dal libro soci, a mezzo di raccomandata a/r e contenente il numero di azioni oggetto di riscatto e la specificazione delle relative condizioni. I soci obbligati al riscatto saranno tenuti a dare esecuzione al riscatto azionario, entro e non oltre il termine di ... dall'avvenuta ricezione di suddetta comunicazione.

LA LEGITTIMITÀ DELLA CLAUSOLA DI RISCATTO DEL SOCIO “INERTE”

SIMONE PARRAVICINI

DOTTORANDO DI RICERCA, UNIVERSITÀ CATTOLICA DEL SACRO CUORE DI MILANO

SOMMARIO: 1. La massima notarile – 2. Introduzione: particolari profili di rilievo della Massima H.I.29 – 3.1. La riscattabilità delle partecipazioni sociali: brevi note di inquadramento dell'istituto – 3.2. Il potere di riscatto – 3.3. Modalità di introduzione della clausola di riscatto nello statuto sociale – 4. Le condizioni per il riscatto e l'inerzia nell'esercizio dei diritti sociali – 5. Brevi cenni conclusivi – 6. Tecniche redazionali.

1. La massima notarile

Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, Massima H.I.29: Legittimità della clausola di riscattabilità delle azioni del socio inattivo o irreperibile

Si ritiene legittima la clausola statutaria che preveda che le azioni siano riscattabili, dalla società o dagli altri soci, ai sensi dell'art. 2437-sexies c.c., qualora il socio titolare di tali azioni non partecipi, nell'arco di un periodo di tempo significativo ad alcuna attività di tipo assembleare.

Nel rispetto del principio di parità di trattamento dei soci la predetta clausola di riscattabilità può essere introdotta nello statuto, successivamente alla costituzione della società, con le maggioranze richieste per le modificazioni statutarie, purché l'operatività del riscatto si riferisca a comportamenti successivi alla data di introduzione della clausola stessa.

La clausola di riscattabilità, come sopra definita, può riguardare anche solo una parte delle azioni (integrando, in tal modo, una speciale categoria di azioni, per la quale dovranno applicarsi le relative norme ed, eventualmente, i principi attinenti alla conversione forzata di azioni già in circolazione di diversa categoria).

2. Introduzione: particolari profili di rilievo della Massima H.I.29

La massima H.I.29 pubblicata dalla Commissione Società del Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie pone particolari interrogativi inerenti principalmente alle modalità di introduzione nello statuto della clausola attributiva del potere di riscatto

delle partecipazioni sociali ed alla determinazione dei limiti imposti dall'ordinamento relativamente ai presupposti per il riscatto stesso.

Più specificatamente, nel presente scritto si intendono affrontare – per sommi capi e senza alcuna pretesa di completezza – le questioni che concernono la possibilità (i) di introdurre nello statuto sociale, successivamente alla costituzione della società, la clausola di riscatto delle partecipazioni sociali con la maggioranza prevista per le modifiche statutarie e (ii) di prevedere quale presupposto del riscatto stesso il mancato esercizio da parte del socio, per un periodo predeterminato di tempo, dei diritti sociali.

Se il primo profilo è già stato oggetto di riflessione da parte della dottrina notarile, come meglio si vedrà, il secondo invece non ha ancora specificatamente interessato la letteratura e la giurisprudenza e desta sicura attenzione in quanto appare un punto di emersione di profili centrali e di carattere generale, quali la collocazione sistematica dell'istituto del riscatto e l'esistenza nel sistema del diritto commerciale di diritti individuali del socio.

3.1. La riscattabilità delle partecipazioni sociali: brevi note di inquadramento dell'istituto

La legittimità della clausola statutaria che preveda la possibilità di riscattare le partecipazioni sociali¹ (e quindi il potere di privare un soggetto delle partecipazioni di cui risulta essere titolare, indipendentemente dal suo consenso)² ha interessato la dottrina commercialistica già nel periodo antecedente la riforma del diritto societario del 2003.

In assenza di una disposizione normativa di carattere generale, la possibilità di ottenere l'acquisto coattivo delle partecipazioni azionarie era ritenuta comunque ammissibile dalla letteratura maggioritaria³, argomentando principalmente vuoi dalla particolare meritevolezza degli obbiettivi perseguibili con il riscatto⁴, vuoi dalla inesistenza nell'ordinamento di una norma che vietasse la privazione della qualità di socio senza il concorso della volontà del soggetto ablato⁵.

¹ Il tema che si vuole trattare per sommi capi nel presente scritto non consente di analizzare compiutamente le ipotesi in cui il riscatto delle partecipazioni sia previsto non dallo statuto sociale ma direttamente da una norma di carattere primario; tali ipotesi di c.d. riscatto legale possono essere funzionali all'esecuzione di una riduzione (reale) del capitale ovvero previsti in fattispecie di diversa natura, non legate a tale riduzione: in proposito si veda L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995, 28 ss.; L. CALVOSA, sub art. 2437-sexies, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, P. Abbadessa, G.B. Portale (diretto da), II, Milano, 2016, 2561 ss.

² Specie negli ultimi tempi si dibatte in dottrina sulla possibilità di prevedere un obbligo (e non, invece, un potere) di riscatto in capo alla società mediante la previsione di apposite clausole statutarie: si veda in proposito L. CALVOSA, *Azioni e quote riscattabili: delimitazione dei confini di operatività dell'istituto*, in *Società*, 2019, 12, 1327 ss.

³ Si vedano, per tutti, L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, cit., *passim.*; L. CALVOSA, *Clausola di riscatto di azioni e divieto di patti successori*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1992, I, 635 ss.; G.B. PORTALE, *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, in *Vita notar.*, 1983, 34; C. ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Tratt. Colombo-Portale*, 2*, Torino, 1991, 208; G. PRESTI, *Le clausole di riscatto nelle società per azioni*, in *Giur. Comm.*, 1983, II, 397 ss. Per un più ampio esame dei diversi filoni dottrinali precedenti la riforma in merito alla riscattabilità delle azioni sia consentito rinviare a M. VITALI, *Le azioni riscattabili*, Milano, 2013, 14 ss. ed a C. DI BITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437 sexies c.c.*, in *Società*, 2008, IV, 416-417.

⁴ C. ANGELICI, *op. cit.*, 208.

⁵ In proposito si veda G. Presti, *Le clausole di riscatto nelle società per azioni*, in *Giur. Comm.*, 1983, II, 401.

La non copiosa giurisprudenza di merito che si era occupata direttamente della legittimità della clausola statutaria attributiva del potere di riscatto delle partecipazioni sociali condivideva, in larga parte, gli argomenti portati dalla letteratura per considerare conforme all'ordinamento la clausola in esame⁶.

Il dibattito in merito al riscatto delle partecipazioni sociali ha conosciuto una nuova primavera a seguito della riforma del diritto societario del 2003, che ha attribuito piena cittadinanza nell'ordinamento alle azioni riscattabili mediante l'introduzione dell'art. 2437-sexies c.c., dibattito che, alla luce della nuova disciplina, ha concentrato la propria attenzione principalmente sull'inquadramento sistematico dell'istituto del riscatto, sul procedimento da seguirsi per l'introduzione della relativa clausola negli statuti sociali, sulla natura dell'efficacia (meramente obbligatoria oppure reale) della disciplina prevista in statuto⁷.

Non si registrano, invece, ulteriori specifici contributi (oltre alla Massima da cui il presente lavoro trae spunto) circa la possibilità di dedurre l'inerzia del socio quale presupposto per l'attribuzione del potere di riscatto delle partecipazioni.

Per comprendere se ed in che misura sia consentito allo statuto sociale di prevedere la riscattabilità delle partecipazioni sociali appartenenti al socio inerte e di introdurre tale clausola (in un momento successivo alla costituzione della società) con la maggioranza prevista per le modifiche statutarie, è necessario ricostruire – seppur per brevi capi e limitatamente ai profili che si rendono funzionali alla risposta ai due quesiti sopra indicati – le caratteristiche fondamentali delle partecipazioni riscattabili e, successivamente, valutarne la compatibilità con la disciplina prevista e le caratteristiche fondamentali degli istituti che vengono in rilievo.

3.2. Il potere di riscatto

L'elemento fondamentale che caratterizza le azioni riscattabili consiste nella particolare posizione soggettiva che attribuisce la possibilità per i soci o la società di ottenere la titolarità della partecipazione sociale senza la mediazione del consenso del socio ablatore⁸.

Tale posizione soggettiva è da inquadrarsi – secondo lo schema in larga parte accettato

⁶ Si vedano Trib. Mil., 17 aprile 1982 e App. Milano 14 luglio 1982, in *Giur. Comm.*, 1983, II, 397, con nota di G. PRESTI, *op. cit.* Nel caso di specie, il Tribunale ha ritenuto non legittima la clausola statutaria prevedente il riscatto di azioni con prestazioni accessorie in quanto non introdotta con il consenso dell'intero capitale sociale. Per un'analisi più approfondita si rimanda a M. VITALI, *op. cit.*, 15 ss.

⁷ Il dibattito sul riscatto delle partecipazioni sociali non è rimasto confinato nell'ambito della disciplina delle società azionarie (cui si applica l'art. 2437-sexies c.c.) ma ha interessato la dottrina, specie notarile, anche circa la possibilità di prevedere tale strumento per le quote di partecipazione in società a responsabilità limitata: positivamente ha risposto la Commissione per l'elaborazione dei principi uniformi in tema di società del Consiglio Notarile di Milano, con la Massima n. 153, pur con i necessari adattamenti determinati dal diverso tipo sociale di applicazione. Sul tema si vedano i recenti studi di M. MALTONI, *Sulla riscattabilità delle quote di società a responsabilità limitata*, in *Società*, 2019, 149 ss e L. CALVOSA, *Azioni e quote riscattabili: delimitazione dei confini di operatività dell'istituto*, *cit.*, 1330 ss.

⁸ Come sottolinea attenta dottrina, è comunque possibile configurare la riscattabilità delle azioni non soltanto tramite l'attribuzione di un potere giuridico, ma anche con l'attribuzione di un diritto di credito avente come prestazione il trasferimento delle partecipazioni: sul punto si veda M. Vitali, *op. cit.*, 97 ss. Il presente lavoro si concentrerà solo sull'esame del riscatto in senso proprio, quale oggetto di un potere o diritto potestativo.

dalla dottrina e dalla giurisprudenza – nell’ambito dei poteri giuridici⁹, ovvero di quelle situazioni soggettive l’esercizio delle quali produce “una modificazione giuridica”¹⁰.

Più specificatamente, tramite tale posizione giuridica l’ordinamento attribuisce ad un soggetto una particolare e concreta preminenza¹¹ che si estrinseca nella possibilità di costituire, modificare o estinguere una situazione giuridica soggettiva: nel caso di specie, i soci o la società¹² titolari del potere di riscatto possono ottenere la titolarità delle partecipazioni riscattabili.

La bilateralità della relazione instaurata dall’attribuzione del potere comporta che il socio titolare delle partecipazioni riscattabili si trovi in una posizione di soggezione¹³, in quanto deve sopportare la modificazione nel proprio patrimonio operata in base all’esercizio del potere senza che possa opporsi o paralizzare la modificazione¹⁴. Tale particolare situazione soggettiva che viene a crearsi in capo al soggetto sottoposto all’esercizio del potere, che – come detto – deve sopportare la modificazione della propria sfera giuridica indipendentemente dalla sua volontà, conduce ad attribuire carattere eccezionale ai casi di attribuzione di poteri, dato che di regola – sul piano privatistico – la modificazione della sfera giuridica tramite la costituzione, modifica o estinzione di situazioni giuridiche non può verificarsi se non con il concorso della volontà del soggetto del destinatario degli effetti della modifica¹⁵.

L’idea per cui il potere di incidere unilateralmente sulla posizione giuridica altrui ha carattere straordinario ed eccezionale conduce ad una ulteriore precisazione circa le modalità di esercizio del potere di riscatto: l’idea stessa di potere richiederebbe in qualche

⁹ M. VITALI, *op. cit.*, 76 ss.; A. BARTALENA, *Le prestazioni accessorie*, in *Tratt. Colombo-Portale*, 1***, Torino, 2004, 935; C. Pistocchi, sub *Art. 2437-sexies*, in *Commentario breve al diritto delle società*, A. Maffei Alberti (diretto da), Milano, 2017, 1216 ss.; C. DI BITONTO, *op. cit.*, 417 ss.; F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Assago, 2004, 113.

¹⁰ S. ROMANO, *Poteri. Potestà*, in *Frammenti di un dizionario giuridico*, Macerata, 2019, 215-216. Nello stesso senso si veda E. GARBAGNATI, *La sostituzione processuale*, Milano, 1942, 76. Per la configurazione del potere a livello dogmatico si vedano le magistrali pagine di F. CORDERO, *Le situazioni soggettive nel processo penale*, Torino, 1956, 191 ss., in particolare 211 ss. Sul potere sostanziale sia concesso rinviare, oltre che all’opera di Cordero, alle pagine di A. MOTTO, *Poteri sostanziali e tutela giurisdizionale*, Torino, 2012, 10 ss.

¹¹ S. MENCHINI, *I limiti oggettivi del giudicato civile*, Milano, 1987, 142.

¹² L’art. 2437-sexies c.c. individua la società ed i soci quali soggetti cui lo statuto può attribuire il potere di riscatto; su tale circostanza, data la lettera della norma, non vi è spazio per letture che restringono i confini della categoria dei soggetti legittimabili all’esercizio del riscatto. Più problematica è invece la possibilità per lo statuto di attribuire il potere di riscatto a terzi: il profilo – che esula dal ristretto ambito del presente lavoro – ha visto la dottrina dividersi tra chi ritiene tale strada percorribile e chi, al contrario, considera rigida la categoria dei soggetti cui può essere attribuito il potere di riscatto, non estendibile: sul dibattito in tema si veda M. Vitali, *op. cit.*, 170 ss.; N. De Luca, *Ancora sulle clausole statutarie di accodamento e trascinamento* (tag e drag along). *Possono essere introdotte a maggioranza*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, II, 74.

¹³ P. DE MARTINIS, *Le azioni riscattabili*, in *Nuova giur. comm.*, 2006, II, 389; F. Magliulo, *op. cit.*, 115.

¹⁴ G. CHIOVENDA, *L’azione nel sistema dei diritti*, in *Saggi di diritto processuale civile*, Milano, 1993, I, 21; A. MOTTO, *op. cit.*, 16-17; tale ultimo Autore, peraltro, ritiene che il soggetto passivo del c.d. rapporto potestativo sia titolare di una posizione giuridica assimilabile all’interesse legittimo.

¹⁵ Sulla natura eccezionale del *potere* si vedano, per tutti, A. MOTTO, *op. cit.*, 8 ss.; C. FERRI, *Profili dell’accertamento costitutivo*, Padova, 1970, 245 ss.; sulla possibilità di prevedere delle azioni costitutive fuori dai casi specificatamente previsti dalla legge in base ad un accordo privatistico, si veda A. CHIZZINI, *Dell’ammissibilità di azioni costitutive a fondamento negoziale*, in *Scritti in onore di Cipriani*, Napoli, 2020, 47 ss.

modo una limitazione sul piano temporale in merito al suo esercizio, mediante la previsione di un termine di decadenza, in modo da evitare che il soggetto destinatario degli effetti rimanga *sine die* esposto al rischio della modificazione della propria sfera giuridica¹⁶. Se tale esigenza connota il potere in quanto tale, anche nella fattispecie del riscatto azionario, quindi, sembrerebbe necessario prevedere un termine entro il quale il potere di riscatto delle partecipazioni deve essere esercitato, decorso il quale il riscattante non potrà più ottenere la titolarità delle partecipazioni¹⁷.

Ulteriore punto da chiarire è il momento in cui si verifica la modificazione della situazione giuridica incisa dall'esercizio del potere, ovvero – nel caso del riscatto delle partecipazioni – in che momento si produce l'effetto traslativo della titolarità delle azioni riscattate. Una prima notazione pare sicura, condivisa dalla pressoché unanime dottrina¹⁸: non è necessaria una pronuncia dell'autorità giurisdizionale per ottenere l'effetto cui il potere di riscatto mira; il riscatto non è quindi ricompreso nella categoria dei diritti potestativi ad esercizio giudiziale, ovvero di quelle posizioni soggettive il cui contenuto non si estrinseca nella diretta modificazione della posizione giuridica altrui ma solo nel potere di ottenere tale modificazione tramite una pronuncia dalla autorità giurisdizionale¹⁹; al contrario, la situazione giuridica prevista ai sensi dell'art. 2437-*sexies* c.c. è da ricomprendersi nella categoria dei poteri formativi sostanziali, il cui esercizio costituisce, modifica o estingue la posizione giuridica incisa in via diretta, senza intermediazione alcuna.

Se è condivisa la natura di potere formativo sostanziale del riscatto azionario, ulteriore problema – seguente al tema appena esaminato – è quello di valutare se la liquidazione del socio riscattato sia condizione necessaria per ottenere il trasferimento della partecipazione, ovvero, più precisamente, se tale liquidazione sia elemento della fattispecie costitutiva del potere di riscatto: in caso affermativo si dovrebbe logicamente concludere che l'effetto cui mira l'esercizio del potere (ovvero il trasferimento della partecipazione sociale) non si verifica fintanto che il socio ablato non venga ristorato della subita perdita, in quanto – non essendo stata integrata la fattispecie attributiva del potere di riscatto – il soggetto riscattante non sarebbe (ancora) titolare del relativo potere²⁰. Pare potersi condividere, invece, la ricostruzione opposta, secondo la quale per il valido ed efficace

¹⁶ In merito al rapporto tra potere e decadenza si vedano S. ROMANO, *Decadenza*, in *Frammenti di un dizionario giuridico*, Macerata, 2019, 71 ss.; C. CONSOLO, *Spiegazioni di diritto processuale civile*, Torino, 2019, I, 490 ss.; R. MURONI, *L'azione ex art. 2932 C.C. Contributo allo studio del giudicato costitutivo*, Napoli, 2018, 146 ss., specialmente 149; A. ROMANO, *Note in tema di decadenza*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1964, 171 ss., specialmente 188 ss. e 209 ss.

¹⁷ In proposito si veda M. CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, 67 ss.; contrario invece alla previsione di un termine decadenziale M. VITALI, *op. cit.*, 88 ss. Il fatto che il potere non possa essere più esercitato per decorso del termine non impedisce che esso possa essere esercitato dopo che sia decorso un ulteriore periodo di tempo di inerzia del socio corrispondente a quello previsto nella clausola statutaria di riscatto.

¹⁸ C. PISTOCCHI, *op. cit.*, 1216; M. VITALI, *op. cit.*, 77 ss.; C. ESPOSITO, *L'esclusione come strumento generale di «exit» societario*, in *Riv. not.*, 2004, II, 293.

¹⁹ Sulla distinzione tra poteri formativi sostanziali e diritti potestativi ad esercizio giudiziale si vedano C. CONSOLO, *op. cit.*, 31 ss.; E. MERLIN, *Elementi di diritto processuale civile. Parte generale*, Ospedaletto, 2017, 47-48; A. MOTTO, *op. cit.*, 23 ss. Distingue nettamente la figura del diritto potestativo ad esercizio giudiziale da quella del potere formativo sostanziale E. ALLORIO, *Cessazione della proroga per necessità del locatore e problemi di estensione soggettiva della efficacia esecutiva della sentenza e dell'autorità della cosa giudicata*, in *Giur. it.*, 1970, I, 1, 367 ss.

²⁰ Sostiene la ricostruzione in parola M. CENTONZE, *op. cit.*, 76 ss. Ad un risultato analogo giungeva anche L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, cit., 163.

esercizio del potere di riscatto non sia necessaria l'avvenuta liquidazione del socio: una lettura sistematica del regime delle diverse ipotesi di *exit* dalla compagine sociale mostra come il ristoro del socio uscente non abbia influenza sull'efficacia della perdita dello *status socii*, come ben ha evidenziato la dottrina in tema di recesso²¹; la conseguenza che si trae da tale lettura sistematica è che, nel caso in esame, al momento dell'esercizio del potere di riscatto²² la partecipazione riscattata viene immediatamente trasferita nel patrimonio della società o del socio riscattante²³, in capo ai quali sorge l'obbligo del pagamento della somma determinata con le modalità previste per il recesso e, specularmente, nel patrimonio del(l'ex) socio riscattato viene a costituirsi un diritto di credito a tale somma²⁴.

3.3. Modalità di introduzione della clausola di riscatto nello statuto sociale

Come sopra detto, l'ulteriore tema su cui la massima in commento pone attenzione concerne le modalità di introduzione della clausola di riscatto nello statuto sociale ed in particolare la necessità – per una sua valida introduzione nello statuto in un momento successivo alla costituzione della società – del consenso unanime del capitale sociale o, al contrario, la sufficienza del voto favorevole della maggioranza necessaria per le modifiche statutarie. Anche in questo caso, secondo il metodo già seguito, occorre, primariamente e per brevi cenni, ripercorrere le principali linee direttrici del dibattito in tema,

²¹ A. SCIALOJA, *Saggi di vario diritto*, Roma, 1927, II, 391 ss.; F. CHIOMENTI, *Revocabilità delle deliberazioni aventi ad oggetto le modificazioni dell'atto costitutivo di cui all'art. 2437 cod. civ., in presenza di dichiarazioni di recesso dalla società*, in *Riv. dir. com.*, 1996, II, 414; per una visione di insieme sulle diverse ricostruzioni circa la cessazione dello *status socii* in caso di recesso si vedano N. MANCINI, sub. Art. 2437 bis, in *Commentario breve al diritto delle società*, A. Maffei Alberti (diretto da), Milano, 2017, 1203; P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, sub. Art. 2437 bis, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, P. Abbadessa, G.B. Portale (diretto da), II, Milano, 2016, 2524 ss..

²² Bisogna sottolineare che la dichiarazione di riscatto, essendo destinata ad un soggetto determinato (il socio riscattato) ha natura recettizia, con la conseguenza che l'effetto perseguito (l'acquisto delle partecipazioni da parte del riscattante) si verificherà nel momento in cui la dichiarazione di riscatto sia giunta a conoscenza del socio riscattato, ai sensi dell'art. 1334 c.c.: sulle dichiarazioni unilaterali recettizie si vedano E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, Napoli, 2002 (rist.), 133-134; F. SANTORO PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 2012 (rist.), 139. In quest'ottica si pone l'interrogativo circa le modalità della comunicazione ai soci inerti di cui non si conosca l'identità o il domicilio: può fornire un aiuto l'orientamento di parte della dottrina che, con riferimento all'ipotesi in cui lo statuto sia silente sulle modalità di comunicazione del riscatto al socio, propende per la pubblicazione in Gazzetta Ufficiale (F. MAGLIULO, *op. cit.*, 118). Analogamente, tale forma di pubblicità pare potersi utilizzare anche nel caso in cui siano ignoti il domicilio del socio riscattato o addirittura la sua identità.

²³ Ulteriore profilo di interesse sistematico ma che esula dalle finalità del presente lavoro è quello che inerisce all'efficacia nei confronti dei terzi (specie i titolari del diritto di usufrutto delle partecipazioni o i creditori pignoratizi) del riscatto delle partecipazioni: in particolare è dibattuto se le partecipazioni riscattate entrino nel patrimonio del riscattante libere da qualsiasi peso o vincolo apposto dal socio riscattato; in proposito si rinvia a F. MAGLIULO, *op. cit.*, 116.

²⁴ M. VITALI, *op. cit.*, 84 ss. La tendenziale irreperibilità o, addirittura, l'indeterminatezza dei soci inerti potrebbe porre degli interrogativi in merito alle modalità preferibili per garantire all'azionista riscattato il ristoro dovuto in seguito all'esercizio del potere di riscatto: se infatti non si pongono problemi nel caso in cui il socio ablati ed il riscattante abbiano la possibilità di accordarsi circa le modalità di pagamento, negli altri casi la dottrina si è interrogata sulle modalità per meglio tutelare il soddisfacimento del credito dell'ex socio. Pare sicuramente condivisibile, per il grado massimo di tutela, l'indicazione per la quale la somma destinata al socio riscattato venga depositata presso un istituto di credito con vincolo a favore del creditore: N. CIOCCA, sub. Art. 2437-sexies, in *Commentario romano al diritto delle società*, diretto da F. D'Alessandro, Padova, 2011, II, 822.

confermarne l'attualità e, infine, valutarne l'applicabilità anche alla ipotesi considerata.

Una precisazione preliminare è necessaria: la discussione circa la determinazione del *quorum* deliberativo necessario per l'introduzione della clausola statutaria di riscatto delle partecipazioni ha ragion d'essere solo ove si riconosca la natura sociale della clausola e non invece la natura parasociale della stessa (benché contenuta nello statuto)²⁵; nel secondo caso, infatti, sarebbe inutile discutere circa le maggioranze richieste per la sua adozione in quanto, data la peculiare natura, vincolerebbe solo e soltanto i soci che hanno prestato il loro consenso alla sua introduzione. Si deve invece affermare che la clausola *de qua* rientra a pieno titolo nella categoria di quelle pattuizioni con rilevanza sociale, cui consegue la sua efficacia reale²⁶: infatti tali pattuizioni (con riserva di qualche precisazione in merito all'ipotesi prevista dall'ultimo capoverso della massima in commento) configurano assetti di interesse che sono indirizzati all'indeterminato socio, potendo applicarsi indifferentemente a qualsiasi azionista, presente o futuro (e non solo a determinati, specifici soggetti)²⁷ e che in generale sono rivestiti di una valenza organizzativa, tale da influenzare l'assetto interno della società²⁸.

Appurata la natura sociale della clausola di riscatto, la soluzione che si va cercando deve necessariamente differenziarsi. Può infatti avvenire che la clausola venga inserita nello statuto in sede di costituzione, con la conseguenza che in tale caso non possa che ottenere il consenso unanime di tutti coloro che partecipano all'atto costitutivo: occorre però precisare che il necessario concorso di volontà di tutti i soci non è necessitato dalla clausola sul riscatto *ex se*, quanto piuttosto dalla natura dell'atto costitutivo, che, rientrando nella categoria contrattuale, rende indispensabile il consenso di tutte le parti che partecipano alla costituzione della società.

Meritano più attenzione, invece, l'ipotesi in cui la clausola di riscatto venga introdotta successivamente alla costituzione della società – mediante apposita modifica statutaria – e la questione delle maggioranze richieste per l'introduzione di tale clausola.

Un primo orientamento ritiene necessario il consenso di tutti i soci per una valida introduzione nello statuto sociale di una clausola di riscatto, quando tale clausola possa essere applicata alle azioni già in circolazione²⁹. Tale conclusione si sorregge principalmente su due argomentazioni: in primo luogo si sostiene che con l'introduzione di tale clausola verrebbe scalfito il diritto (individuale) del socio a rimanere nella compagine sociale e che di conseguenza tale incidenza su di una posizione soggettiva del singolo potrebbe avvenire solo e soltanto con il consenso di quest'ultimo³⁰; in secondo luogo, inoltre,

²⁵ Sulla labile distinzione tra "sociale" e "parasociale" dopo la riforma del diritto societario si rinvia alle chiare pagine di G. A. RESCIO, *I patti parasociali nel quadro dei rapporti contrattuali dei soci*, in *Liber Amicorum Campobasso*, I, Torino, 2006, 470 ss. Circa la distinzione tra clausole sociali ad efficacia reale e, invece, clausole ad efficacia solo obbligatoria si veda sempre G. A. RESCIO, *La distinzione del sociale dal parasociale (sulle c.d. clausole statutarie parasociali)*, in *Riv. soc.*, 1991, 596 ss.

²⁶ L. CALVOSA, *sub art. 2437-sexies*, cit., 2565; M. VITALI, *op. cit.*, 69.

²⁷ G. A. RESCIO, *I patti parasociali nel quadro dei rapporti contrattuali dei soci*, cit., 475-476.

²⁸ M. VITALI, *op. cit.*, 70-72.

²⁹ 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, 249-250; N. De Luca, *op. cit.*, 78 ss.; G. DI CECCO, *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, Torino, 2013, 165 ss., 220 ss.

³⁰ Per tutti si vedano V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1960, 170 ss.; T. ASCARELLI, *Sui poteri della maggioranza nella società per azioni ed alcuni loro limiti*, in *Studi in tema di*

l'introduzione della clausola di riscatto a maggioranza sarebbe contraria all'art. 82, 1 comma, lett. a) della Direttiva (UE) 2017/1132 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017, che imporrebbe il consenso del socio per rendere riscattabile la partecipazione di cui sia titolare³¹.

Di contro, invece, appare preferibile condividere l'indirizzo prevalente che ritenere sufficiente la maggioranza prevista per le modifiche statutarie ai fini della valida introduzione nello statuto della clausola di riscatto, pur con le dovute precisazioni.

In particolare, la dottrina ormai maggioritaria sottolinea come – alla luce della disciplina vigente a seguito della riforma del diritto societario – non possa configurarsi all'interno del nostro ordinamento un diritto soggettivo al mantenimento del proprio investimento³², essendo invece possibile incidere sulla posizione del singolo socio senza il suo consenso ove siano rispettati la parità di trattamento tra tutti gli azionisti e la equa valorizzazione delle partecipazioni oggetto del riscatto³³; ove siano rispettati tali principi, si deve ritenere quindi legittima l'introduzione della clausola di riscatto con la maggioranza prevista per le modifiche statutarie: tale è anche la autorevole posizione della Commissione per l'elaborazione dei principi uniformi in tema di società del Consiglio Notarile di Milano, la quale nella Massima n. 99 ha ritenuto introducibile la clausola di riscatto con le maggioranze previste per le modifiche statutarie “*qualora: sia consentito (e non imposto) ai soci di trasformare le loro azioni in azioni riscattabili ovvero, si tratti di aumento di capitale a pagamento con emissione di nuove azioni riscattabili, ovvero la riscattabilità sia prevista quale condizione in cui qualsiasi azione può incorrere al verificarsi di particolari situazioni e – al momento dell'inserimento – nessuno degli azionisti si trovi in tali situazioni*”³⁴.

società, Milano, 1952, 101 ss.; si rinvia inoltre a M. VITALI, *op. cit.*, 272 ss.; P. DIVIZIA, *Le clausole di tag e drag along. Nuove regole statutarie di società di capitale e patti parasociali*, Assago, 2013, 11 ss.

³¹ In particolare, la direttiva *de qua* prevede che “*Qualora la legislazione di uno Stato membro autorizzi le società ad emettere delle azioni riscattabili, essa stabilisce per il riscatto di tali azioni almeno il rispetto delle condizioni seguenti: a) il riscatto deve essere autorizzato dallo statuto o dall'atto costitutivo prima della sottoscrizione delle azioni riscattabili*”.

³² L'idea per cui il diritto al mantenimento dello *status socii* avesse natura prettamente patrimoniale era diffusa fin dal suo germoglio: si veda in proposito V. BUONOCORE, *op. cit.*, 179, per cui il diritto *de quo* è “*essenzialmente patrimoniale*”.

³³ G.A. RESCIO, *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario: unanimità o maggioranza nell'introduzione della clausola di drag along?*, in *Giur. Comm.*, 2012, II, 1062 ss.; M. Vitali, *op. cit.*, 284 ss., in particolare 294 ss.; M. MALTONI, *Sulla riscattabilità delle quote di società a responsabilità limitata*, in *Società*, 2019, 2, 154-155; L. CALVOSA, *sub art. 2437-sexies*, cit., 2570; L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, cit., 219 ss. L'idea per la quale non sia riscontrabile nel nostro ordinamento un diritto al mantenimento della propria partecipazione è in qualche maniera confermata dalla possibilità, prevista anche dal legislatore per le società a capitale misto pubblico-privato, di configurare delle partecipazioni sociali soggette a termine finale di durata: in tema si vedano la Massima n. 66-2018 dell'Osservatorio sul diritto societario del Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato e la Massima n. 190 della Commissione per l'elaborazione dei principi uniformi in tema di società del Consiglio Notarile di Milano, nonché il § 3 dello Studio n. 298-2016/I del Consiglio Nazionale del Notariato (redatto da M. Maltoni e A. Ruotolo).

³⁴ Consiglio Notarile di Milano, *Massime notarili in materia societaria*, Milano, 2018, 353-355; ugualmente ha ritenuto ammissibile l'introduzione della clausola di riscatto a maggioranza Trib. Perugia, 29 febbraio 2008, in *Società*, 2010, 221 e in *Giur. Comm.*, 2010, II, 304 ss. (il riscatto nel caso giudicato dal Tribunale era previsto per le partecipazioni detenute da un socio che svolgeva attività concorrenziali con quella propria della società).

Come sopra accennato, l'introducibilità a maggioranza della clausola di riscatto non sarebbe invece consentita, in particolare, ove non venisse rispettato il principio della parità di trattamento tra tutti i soci.

Una prima ipotesi in cui il principio testé indicato non risulta essere rispettato (e quindi non è sufficiente la sola maggioranza per la valida introduzione nello stato del potere di riscatto) è data dal caso in cui la clausola in parola venisse introdotta con riferimento non a tutte le partecipazioni già in circolazione ma solo ad alcune di esse, individuate sulla base di criteri che non assicurino la parità di trattamento tra i soci (es. facendo riferimento a condizioni soggettive del titolare). Se infatti fosse possibile inserire nello statuto la clausola di riscatto con la sola maggioranza, tali ultime partecipazioni subirebbero una modifica strutturale della loro condizione giuridica e quindi sarebbero soggette ad una conversione forzata; anche chi ritiene ammissibile che una delibera assunta a maggioranza possa convertire delle azioni da una categoria all'altra senza il consenso dei soci interessati (proprio in virtù del principio generale per cui non esiste in capo al socio un diritto individuale al mantenimento del proprio investimento)³⁵, sottolinea come tale procedimento possa avvenire solo nel rispetto della parità di trattamento tra tutti i soci³⁶: nell'ipotesi in esame (introducibilità a maggioranza della clausola di riscatto applicabile solo ad alcune partecipazioni, determinate con criteri "discriminatori"), al contrario, tale principio non viene soddisfatto in quanto la conversione riguarda solo alcuni dei soci, con la conseguenza che la relativa delibera di attribuzione a maggioranza e senza il loro consenso non possa che ritenersi illegittima³⁷.

Una seconda ipotesi specificatamente presa in considerazione dalla massima in commento relativamente alla quale sembra potersi dire violato il principio della parità di trattamento tra tutti i soci è quella relativa alla clausola di riscatto del socio inerte che dia rilevanza anche a comportamenti (omissivi) antecedenti l'introduzione della clausola stessa per determinare il periodo di inerzia in esito al quale sorge il potere di riscatto: ammessa e non concessa la possibilità di desumere quale presupposto del riscatto l'inerzia del socio (tema di cui si tratterà nel successivo paragrafo), la circostanza in esame non permette un uguale trattamento di tutti i soci, in quanto tale clausola inciderebbe in maniera maggiore sulla posizione di quegli azionisti che – per una qualsiasi ragione – non esercitano da diverso tempo alcun diritto derivante dalle partecipazioni detenute; portando il ragionamento alle estreme conseguenze, ove si desse rilevanza al predetto fine

³⁵ Con particolare riferimento alle azioni di risparmio si sostiene che la conversione forzata possa avvenire solo con il consenso dei soci che la subiscono: F. FERRARA JR., F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 1992, 648.

³⁶ F. MAGLIULO, *op. cit.*, 124; anche la Commissione Società del Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, con la Massima H.I.28 ammette la conversione forzata delle azioni disposta con delibera dell'assemblea straordinaria assunta a maggioranza purché siano rispettati il principio di parità di trattamento dei soci ed i diritti degli azionisti di categoria.

³⁷ Il consenso dei soci che subiscono la conversione delle proprie azioni in partecipazioni riscattabili (e quindi perdendo la conversione la natura forzata e vestendo invece quella della conversione facoltativa) renderebbe pienamente legittima l'introduzione della clausola approvata dalla sola maggioranza, in ossequio al principio generale per cui, nel diritto privato, il consenso del singolo è lo strumento tendenzialmente necessario e sufficiente per la modificazione della sua sfera giuridica del soggetto: sulla conversione c.d. facoltativa si rinvia a F. MAGLIULO, *op. cit.*, 123. Con riferimento specifico alla clausola di riscatto, il medesimo principio è applicato dalla Commissione per l'elaborazione dei principi uniformi in tema di società del Consiglio Notarile di Milano, la quale, nella citata Massima n. 99, ha correttamente affermato che l'introduzione a maggioranza della clausola di riscatto possa validamente essere introdotta a maggioranza ove "sia consentito (e non imposto) ai soci di trasformare le loro azioni in azioni riscattabili".

anche all'inerzia antecedente l'introduzione della clausola di riscatto, potrebbe accadere che, per alcuni dei soci, tale periodo integri per intero il lasso di tempo richiesto dalla clausola statutaria attributiva del potere di riscatto e che conseguentemente questi risultino assoggettati immediatamente al potere ablativo.

Può concludersi, pur nei limiti concessi dal presente lavoro, che solo ove venga rispettato il principio di parità di trattamento tra i soci e sia prevista un'equa valorizzazione delle partecipazioni riscattate non sia richiesto il consenso di tutti i soci per introdurre nello statuto sociale il potere di riscatto delle partecipazioni: sotto questo profilo, può quindi essere condivisa la massima in commento.

4. Le condizioni per il riscatto e l'inerzia nell'esercizio dei diritti sociali

Ammissa l'introducibilità della clausola statutaria di riscatto con la maggioranza richiesta per le modifiche statutarie ove venga rispettato il principio di parità di trattamento tra tutti i soci e sia garantita un'equa valorizzazione delle partecipazioni riscattate, occorre ora domandarsi se esistono particolari limitazioni – previste da singole disposizioni legislative o desumibili *e sistema* – circa la determinazione delle condizioni al cui ricorrere viene attribuito il citato potere di riscatto quale, più specificatamente, il mancato esercizio dei diritti sociali per un determinato periodo di tempo.

La disciplina legislativa sul riscatto appare silente sul punto, non regolamentando l'art. 2437-sexies c.c. le specifiche ipotesi in cui possa essere riconosciuto il potere di riscatto delle partecipazioni sociali.

Nel silenzio della disposizione normativa, occorre quindi domandarsi se la clausola statutaria di riscatto debba prevedere, ai fini della sua validità, delle singole ipotesi al cui ricorrere sorge il potere di riscatto o se, al contrario, sia possibile configurare un riscatto *ad nutum*, non vincolato cioè nel suo esercizio ad alcuno specifico presupposto³⁸: se si condividesse quest'ultima opzione, non si dovrebbero avere particolari riserve ad ammettere il riscatto delle azioni in caso di inattività del socio nell'esercitare i diritti sociali, in quanto se tale potere potesse essere astrattamente previsto dallo statuto senza alcuna limitazione, il suo esercizio sarebbe legittimo anche in caso di inerzia dell'azionista riscattato.

Diverse autorevoli voci propendono per la legittimità della previsione statutaria di un riscatto *ad nutum*, principalmente per l'inesistenza nell'ordinamento di un diritto del socio al mantenimento della propria partecipazione e per la sempre più centrale importanza della partecipazione azionaria in quanto tale e la conseguente perdita di rilevanza della persona del socio³⁹.

Forse più convincente appare invece l'indirizzo che – con diversi argomenti – richiede quale elemento necessario della clausola di riscatto l'indicazione in statuto di precisi presupposti al ricorrere dei quali tale potere viene attribuito⁴⁰: tale impostazione è sicuramente più aderente al testo dell'art. 82, 1 comma, lett. c) della Direttiva (UE) 2017/1132

³⁸ Si veda in proposito, M. VITALI, *op. cit.*, 175 ss.

³⁹ In proposito si vedano F. MAGLIULO, *op. cit.*, 111; G. PRESTI, *op. cit.*, 404 ss.; M. VITALI, *op. cit.*, 190 ss.; C. ESPOSITO, *op. cit.*, 261 ss., specialmente 293.

⁴⁰ A. BARTALENA, *op. cit.*, 937; E. MALIMPENSA, *op. cit.*, 243, nota 50; M. CENTONZE, *op. cit.*, 52 ss.; C. DI BITONTO, *op. cit.*, 420 ss.; C. PISTOCCHI, *op. cit.*, 1217.

del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 (che richiede che lo statuto determini “*le condizioni e modalità del riscatto*”) ed appare maggiormente rispettosa del principio generale per il quale devono considerarsi eccezionali i casi in cui un soggetto possa modificare la situazione giuridica altrui senza il concorso della volontà di quest'ultimo.

Anche accogliendo tale ultima impostazione e ritenendo quindi necessario individuare specifici presupposti per l'attribuzione del potere di riscatto, non sembra vi siano motivi ostativi per includere in tali specifiche ipotesi quella dell'inerzia del socio nell'esercizio dei diritti sociali.

La principale ragione che potrebbe giustificare l'incompatibilità con il riscatto dell'inerzia del socio sarebbe rappresentata dall'esistenza nel nostro ordinamento di un diritto soggettivo del socio a mantenere la sua qualità e la titolarità delle partecipazioni: tale situazione soggettiva, tuttavia, come si è già evidenziato per sommi capi, non risulta avere cittadinanza nel nostro ordinamento mentre, al contrario, non vi sono indici normativi che espressamente impediscano la deduzione dell'inerzia di un socio nella fattispecie attributiva del potere di riscatto.

Se non vi sono particolari ragioni che possano impedire l'introduzione nello statuto sociale della clausola in esame, al contrario la sua previsione potrebbe soddisfare l'interesse sociale e di conseguenza corrispondere ad esigenze meritevoli di tutela, in particolare con riferimento a quelle società in cui vi sono titolari di partecipazioni che risultano ignoti o che sono totalmente disinteressati alle vicende societarie: in una situazione simile a quella appena descritta, infatti, sono precluse alla società tutte quelle facilitazioni procedurali che richiedono la presenza od il consenso dell'intero capitale sociale, in particolare con riferimento a due ambiti: l'assemblea e le operazioni straordinarie.

Con riferimento al primo ambito, ad esempio, la presenza nella compagine sociale di soci irreperibili, sconosciuti o assolutamente disinteressati preclude l'applicazione della disciplina prevista dall'art. 2366, 4 comma, c.c. che, in assenza di convocazione, permette la valida costituzione dell'organo assembleare con la presenza dell'intero capitale sociale (o, *rectius*, di tutti gli aventi diritto al voto)⁴¹ e che molto spesso, nella pratica notarile, rappresenta uno strumento di pronta e diffusa utilità; per la medesima ragione, inoltre, in caso di adozione di delibere che attribuiscono il diritto di recesso, diviene imprescindibile predisporre preventivamente, a cura degli amministratori, la determinazione del valore di liquidazione delle azioni ai sensi dell'art. 2437-ter c.c.: come ha infatti segnalato la dottrina notarile, il diritto dei soci a conoscere anticipatamente la determinazione del valore di liquidazione delle partecipazioni risponde ad un interesse facente capo esclusivamente ai soci stessi, che pertanto può essere oggetto di rinuncia da parte dei medesimi e non trova applicazione nel caso in cui la delibera venga approvata con il consenso dell'intero capitale sociale⁴²: ciò non può avvenire nel caso in cui taluni dei soci siano costantemente disinteressati alla vita sociale o addirittura irreperibili o sconosciuti.

⁴¹ Sulla assemblea c.d. totalitaria si vedano A. SERRA, *Il procedimento assembleare*, in *Liber Amicorum Campobasso*, II, Torino, 2006, 54 ss.; N. DE LUCA, sub. Art. 2366, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, op. cit., I, 894 ss..

⁴² In proposito la Commissione per l'elaborazione dei principi uniformi in tema di società del Consiglio Notarile di Milano, con la Massima n. 51 (Consiglio Notarile di Milano, op. cit., 201 ss.), ha ritenuto non applicabile l'art. 2437-ter c.c. in caso “*di approvazione alla unanimità della delibera che legittima il*

Per quanto riguarda, invece, le operazioni straordinarie, la presenza di soci “inerti” comporta la necessaria applicazione di tutte quelle forme procedimentali che potrebbero essere omesse con il consenso di tutti gli azionisti e che quindi rende più lunga e gravosa l’operazione che la società intende effettuare: in particolare, senza il consenso unanime, in caso di fusione e scissione, non sono rinunciabili il termine di trenta giorni che deve intercorrere tra il deposito del progetto di fusione e la data fissata per l’assemblea straordinaria di approvazione (art. 2501-*ter*, 4 comma, c.c.), la redazione da parte dell’organo amministrativo della situazione patrimoniale (art. 2501-*quater*, 3 comma, c.c.) e della relazione inerente la determinazione del rapporto di cambio (art. 2501-*quinquies*, 4 comma, c.c.), nonché la predisposizione della relazione degli esperti sulla congruità del rapporto di cambio (art. 2501-*sexies*, 6 comma, c.c.)⁴³.

Come quindi si è tentato di evidenziare, se da un lato non esistono indici di carattere normativo o ricavabili *e sistema* per ritenere illegittima la clausola statutaria che attribuisca il potere di riscatto in caso di inerzia del socio nell’esercizio dei diritti sociali, al contrario, la sua previsione risponderebbe alla tutela di interessi propri della società, meritevoli di ricevere tutela da parte dell’ordinamento.

5. Brevi cenni conclusivi

È quindi giunto il momento di trarre qualche breve considerazione conclusiva, in adesione alla massima in commento.

In base a quanto si è cercato di evidenziare, non vi sono particolari motivi ostativi all’introduzione nello statuto sociale di una clausola attributiva del potere di riscatto delle partecipazioni sociali conseguente al mancato esercizio – per un periodo di tempo predeterminato – dei diritti sociali da parte di un socio; non colgono nel segno in particolare quelle censure che pongono l’attenzione sulla lesione, in tale ipotesi, del diritto del socio mantenere la propria partecipazione: come si è tentato di mostrare, nel moderno diritto commerciale si vanno sempre più restringendo le maglie entro cui riconoscere un siffatto diritto e conseguentemente viene riconosciuta la possibilità di incidere sulla sfera giuridica del singolo socio indipendentemente dal suo consenso, a condizione che venga rispettato il principio di parità di trattamento e che sia riconosciuta un’equa valorizzazione delle partecipazioni sociali.

In base a tale ultima osservazione, inoltre, secondo un indirizzo ormai diffuso e condivisibile, deve ritenersi legittima l’introduzione nello statuto sociale della clausola attributiva del potere di riscatto delle partecipazioni sociali senza il consenso unanime dell’intero capitale sociale, ma solo con la maggioranza prevista per le modifiche statutarie: la disciplina legale del riscatto con la previsione dell’applicazione dell’art. 2437-*ter* c.c.

recesso; nel caso in cui i soci che non concorrono alla approvazione di una delibera che legittima al recesso abbiano espressamente o tacitamente rinunciato al diritto di conoscere preventivamente il valore delle azioni; nel caso in cui la delibera sia stata assunta sotto condizione risolutiva espressa dell’esercizio del diritto di recesso”. Nello stesso senso, aderendo alla previsione della Massima n. 51, N. MANCINI, *op. cit.*, 1205-1206.

⁴³ Quanto alla titolarità della legittimazione alla rinuncia dei termini si ritiene che essa spetti non al socio in quanto tale ma a colui che risulta titolare del diritto di voto, in quanto il termine che è oggetto di disposizione risulta funzionale e strumentale alla corretta ed informata espressione del voto in assemblea: in proposito si veda la Massima n. 67 della Commissione per l’elaborazione dei principi uniformi in tema di società del Consiglio Notarile di Milano (Consiglio Notarile di Milano, *op. cit.*, 253 s.) e F. MAGLIULO, *La fusione delle società*, Assago, 2009, 220 ss.

prevista per la determinazione del valore delle partecipazioni in caso di recesso, unitamente al rispetto del principio di parità di trattamento, permettono infatti di tutelare la posizione del socio in maniera adeguata e secondo il disegno complessivo del sistema ordinamentale come oggi concepito.

6. Tecnica redazionale

Articolo ...

Riscattabilità delle azioni del socio “inerte”

1. *Le azioni emesse possono essere riscattate – ai sensi dell'art. 2437-sexies c.c., con l'osservanza degli artt. 2357 e 2357-bis c.c., nel rispetto del procedimento previsto nel presente articolo e del principio di parità di trattamento tra i soci – nel caso in cui non sia esercitato alcun diritto connesso alle partecipazioni (sia di natura amministrativa che patrimoniale) per un periodo di almeno ... decorrente dalla data di introduzione del presente articolo nello statuto sociale (il “Presupposto”).*

2. *Con le modalità previste dal presente articolo possono riscattare le azioni per cui si sia verificato il Presupposto (le “Azioni”):*

(i) la società emittente; e, in subordine,

(ii) i soci della società titolari di partecipazioni per le quali non si sia verificato il Presupposto (i “Soci Attivi”).

3. *Verificatosi il Presupposto, l'organo amministrativo dovrà darne notizia:*

a) nella prima assemblea tenutasi nell'esercizio successivo a quello in cui il Presupposto si è verificato e

b) ai Soci Attivi che non siano stati presenti alla predetta assemblea, in proprio o per delega, entro il ... giorno successivo a quello in cui si è svolta la riunione.

4. *Entro ... giorni dall'ultimo dei termini previsti dal precedente punto 3.:*

(i) l'organo amministrativo potrà deliberare di essere interessato ad esercitare il riscatto delle Azioni;

(ii) i Soci Attivi potranno dichiararsi interessati ad esercitare il riscatto delle Azioni con lettera raccomandata A/R spedita alla società nel termine sopra previsto.

5. *Ove nel termine previsto sia stata adottata la delibera di cui al precedente punto 4., numero (i), o sia stata spedita una comunicazione di cui al precedente punto 4., numero (ii), l'organo amministrativo dovrà:*

a) determinare il valore delle partecipazioni ai fini del riscatto con le modalità previste dall'art. 2437-ter, 2 comma, c.c. (il “Valore”) e comunicarlo ai soci entro ... giorni;

b) nel caso in cui, considerato il Valore, intenda esercitare il riscatto delle Azioni, convocare l'assemblea ordinaria per deliberare in merito all'autorizzazione prevista dall'art. 2357, 2 comma, c.c. (l'“Autorizzazione”) entro ... dal giorno in cui sia stata resa disponibile ai soci la determinazione del Valore.

6. La decisione di esercitare il riscatto delle Azioni (la “Decisione”) è assunta, nel rispetto del principio di parità di trattamento di tutti i soci, dall’organo amministrativo entro ... dal giorno in cui è stata concessa l’Autorizzazione.

7. Il riscatto delle Azioni può essere esercitato dai Soci Attivi nel caso in cui:

- (i) l’organo amministrativo non adotti la delibera di cui al punto 4., numero (i);
- (ii) non venga convocata l’assemblea di cui al precedente punto 5., lettera b);
- (iii) l’assemblea appositamente convocata non abbia accordato l’Autorizzazione;
- (iv) l’organo amministrativo non adotti la Decisione nei termini previsti.

Nel caso in cui più Soci Attivi esercitino il riscatto, a ciascuno di essi è attribuito un numero di Azioni in proporzione alle partecipazioni da questo già possedute.

8. La dichiarazione con cui si esercita il riscatto (la “Dichiarazione”) deve essere comunicata ai titolari delle Azioni:

- a) dall’organo amministrativo, entro ... dal giorno in cui è stata assunta la Decisione;
- b) dai Soci Attivi, entro ... dal giorno in cui si verifica quanto previsto dal punto 7.

La Dichiarazione si intende comunicata ove:

- (i) sia notificata al domicilio dei titolari delle Azioni, se risultante dal libro soci; e
- (ii) sia pubblicata nel Foglio delle Inserzioni della Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana.

I Soci Attivi dovranno inoltre comunicare per conoscenza la Dichiarazione alla società a mezzo di raccomandata A/R.

9. Il potere di riscatto deve essere esercitato dalla società e dai Soci Attivi a pena di decadenza nei termini previsti dal presente articolo. Dal giorno in cui matura la decadenza dal potere di riscatto da parte della società e dei Soci Attivi, riprende a decorrere il termine previsto dal punto 1.

10. Nel caso in cui non sia possibile determinare la titolarità delle Azioni o i titolari delle Azioni non abbiano preso contatti con i riscattanti, la somma dovuta da questi ultimi in forza del riscatto dovrà essere depositata presso un istituto di credito avente sede in Italia con un vincolo favore dei titolari delle Azioni fino al termine di prescrizione del relativo credito.

11. L’organo amministrativo provvederà a tutti gli adempimenti, anche pubblicitari, conseguenti all’esercizio del potere di riscatto.

LE PARTECIPAZIONI SOCIALI “A TEMPO” E “AUTO-ESTINGUIBILI”

DAVIDE CORSICO

DOTTORANDO DI RICERCA, UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PAVIA

SOMMARIO: 1. Le massime notarili – 2. Nozione – 3. Funzione economica – 4. Ammissibilità – 5. Modalità di introduzione – 6. Il termine (e la condizione di “auto-estinzione”) – 7. La liquidazione della partecipazione – 8. (Segue): il valore di liquidazione – 9. L’estinzione senza liquidazione – 10.1. Tecniche redazionali – 10.2. S.p.a. – 10.3. S.r.l.

1. Le massime notarili

Consiglio Notarile dei Distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, Massima 66: Le partecipazioni sociali a tempo

1. È legittimo emettere partecipazioni a tempo, soggette a termine finale di durata, siano esse rappresentate o meno da azioni.

2. Il valore di liquidazione delle partecipazioni è liberamente determinabile, poiché non sussistono nella fattispecie né le ragioni di tutela del socio ricorrenti qualora si verificino cause legali di recesso, né quelle invocate in caso di espulsione dalla compagine sociale per volontà altrui (azioni riscattabili, esclusione, drag along).

Consiglio Notarile di Milano, Massima 190: Azioni e quote «auto-estinguibili»

Sono legittime le clausole statutarie di S.p.a. o S.r.l. che prevedono l’automatica estinzione di azioni o quote al decorso di un termine o al verificarsi di una condizione non meramente potestativa – ivi compreso il conseguimento di un ammontare complessivo di utili calcolati nel corso del tempo, a decorrere da un determinato momento – anche senza alcun diritto di liquidazione a favore del titolare delle azioni o quote medesime.

Se si tratta di azioni senza indicazione del valore nominale o di quote di S.r.l., e non viene previsto alcun diritto di liquidazione a favore del loro titolare, l’estinzione delle azioni o quote avviene automaticamente, senza limite alcuno e senza modificazione dell’ammontare del capitale sociale (fatta salva la modificazione statutaria concernente il numero delle azioni in circolazione, che dà luogo all’obbligo di deposito dello statuto sociale aggiornato, ai sensi dell’art. 2436, comma 6, c.c., a cura degli amministratori).

Se si tratta di azioni con indicazione del valore nominale, l'estinzione delle azioni comporta o la riduzione del capitale sociale, subordinatamente al rispetto dell'art. 2445 c.c., o l'incremento del valore nominale di tutte le altre azioni, con gli eventuali arrotondamenti ove necessari.

Se l'estinzione delle azioni o quote dà luogo a un diritto di liquidazione in denaro o in natura a favore dei rispettivi titolari, l'esecuzione della liquidazione è subordinata al rispetto delle norme che disciplinano le distribuzioni ai soci, in dipendenza della natura e della composizione delle voci del patrimonio netto della società.

2. Nozione

I recenti orientamenti del Consiglio Notarile di Firenze e del Consiglio Notarile di Milano hanno riconosciuto la legittimità delle partecipazioni sociali “a tempo” o “auto-estinguibili” e, cioè, hanno ammesso che lo statuto di una S.p.a. o di una S.r.l. preveda (con le modalità che si approfondiranno meglio a seguire) che, rispettivamente, talune delle azioni o delle quote della società medesima siano inevitabilmente destinate, al verificarsi di un determinato evento futuro (certo o incerto) ad essere annullate e (eventualmente) liquidate.

In sostanza, si consente che la partecipazione sociale (in virtù della previsione di “temporaneità”), pur attribuendo al titolare la qualità di socio, debba (eventualmente) essere liquidata al decorrere del termine (o al verificarsi dell'evento) a tal fine indicato in statuto, con l'evidente risultato di attribuire all'investimento “di capitale” una caratteristica tipica degli investimenti “di debito”; e, infatti, come negli apporti a titolo di finanziamento è certa la restituzione del controvalore economico dell'apporto in origine effettuato, così nelle partecipazioni “temporanee” si garantisce al socio titolare il (più o meno) sicuro “recupero” del controvalore economico della partecipazione stessa.

3. Funzione economica

Anzitutto, è opportuno interrogarsi in ordine agli interessi economici che, attraverso la originazione di una simile tipologia di partecipazioni, i soci intendano perseguire.

L'interesse principale è, senza dubbio, quello di agevolare la società nel reperimento di nuove risorse presso il mercato, rendendo maggiormente appetibile, agli occhi di un investitore terzo, l'acquisizione di una partecipazione di capitale. Infatti, offrendosi in sottoscrizione partecipazioni “temporanee” o “auto-estinguibili”, si consente al terzo, da un lato, di investire le proprie risorse a titolo di capitale di rischio (ossia, assumendo la qualità di socio) e, dunque, di trarre la propria remunerazione dalla ripartizione degli utili, dall'altro, di incidere direttamente (tramite l'esercizio del diritto di voto in assemblea) sulle decisioni “vitali” della società¹.

¹ Un'attenuazione ancor più marcata della natura capitalistica dell'investimento, potrebbe realizzarsi attraverso la previsione che le partecipazioni temporanee siano altresì prive del diritto di voto (come consentito dall'art. 2351 c.c.) e/o postergate (totalmente o parzialmente) nelle perdite (sull'ammissibilità della postergazione nelle perdite, cfr. la relazione alla riforma del diritto societario: «Si è così riconosciuta in materia espressa, nel primo periodo del secondo comma dell'art. 2351, la possibilità che una categoria di azioni si caratterizzi per la diversa incidenza nei loro confronti delle perdite. Risulta in tal modo definitivamente chiarita l'ammissibilità di azioni postergate nelle perdite, le quali si sono rivelate strumento spesso utile ed a volte indispensabile per il finanziamento dell'impresa sociale, specialmente nell'ambito di processi di

Dall'altro lato, la temporaneità (o "auto-estinguibilità") della partecipazione consente altresì all'investitore di esser certo, sin dal momento del suo ingresso in società, che il suo investimento originario – una volta decorso il termine (o verificatasi la condizione) a tal fine indicato nello statuto – sarà smobilizzato, con conseguente eliminazione *ab origine* del rischio che, trattandosi di una società "chiusa", l'inesistenza di un mercato secondario delle partecipazioni si traduca nell'impossibilità (o eccessiva difficoltà) di monetizzare quanto conferito in sede di sottoscrizione.

Tale temporaneità, in secondo luogo, è potenzialmente idonea a soddisfare anche gli interessi degli altri soci, i quali, infatti, se, da un lato, sono interessati a che il terzo investitore inietti in società nuova ricchezza (conferendo le proprie risorse a titolo di capitale di rischio), dall'altro lato, potrebbero avere interesse a che, una volta che l'attività sia efficacemente avviata, la compagine sociale sia mantenuta tra i soli soci originari, con la certezza, dunque, che – decorso il termine (o verificatasi la condizione) dagli stessi individuato nel confezionamento dell'atto costitutivo o dello statuto – il terzo investitore sia inevitabilmente espunto dalla compagine stessa e, conseguentemente, liquidato.

4. Ammissibilità

Come opportunamente osservato dai notai fiorentini, la legittimità di una partecipazione "a tempo" non è revocabile in dubbio², e ciò in quanto tale tipologia di partecipazioni, se analizzata dalla prospettiva dell'*effetto* che la connota (ossia, quello di cessare anticipatamente allo scadere del termine), non si differenzia dalle altre numerose ipotesi (già ammesse dal nostro ordinamento) nelle quali la posizione del socio è soggetta ad una cessazione anticipata.

Talora, infatti, il legislatore consente che la partecipazione del socio in società cessi in dipendenza di una decisione discrezionale della società o degli altri soci, come avviene allorquando si originino, attraverso un'apposita previsione statutaria, azioni "riscattabili"

ristrutturazione e tentativi di superamento di situazioni di crisi»). In dottrina, cfr. F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova S.p.a.*, Milano, 2004, 75 ss.; N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato di diritto commerciale*, volume IV, tomo I, *Le società per azioni*, G. Cottino (diretto da), Padova, 2010, 280 ss.).

Mediante simili previsioni, il socio "a tempo", pur godendo di una remunerazione commisurata all'andamento economico della società, da un lato, non avrebbe il diritto di influire sulle decisioni societarie; dall'altro lato, in caso di perdite, avrebbe il diritto al mantenimento della propria partecipazione con preferenza sugli altri soci (le partecipazioni di questi ultimi, infatti, in virtù della clausola di postergazione, si ridurrebbero prima della partecipazione del socio stesso).

È evidente come, caratterizzando in questo modo le partecipazioni "temporanee", la posizione del socio "a tempo" si avvicini, nei fatti, a quella del creditore "indicizzato", il quale, infatti, da un lato, non vanta alcun diritto di voto nell'assemblea degli azionisti; dall'altro lato, gode di un diritto al rimborso (dell'importo finanziato) condizionato, quanto ai tempi e alle modalità, all'andamento economico della società.

² La possibilità di configurare azioni temporanee è ulteriormente comprovata dall'ammissibilità, sostenuta in dottrina da G. MARASÀ - N. CIOCCA, *Recesso e riscatto nelle S.p.a.*, *Commento agli artt. 2437-2437-sexies del Codice Civile*, Padova, 2011, 36, delle «clausole di riscatto automatico, a scadenze determinate o al verificarsi di determinati eventi, al ricorrere dei quali si determina *ipso iure*, il trasferimento della titolarità delle partecipazioni a favore di soggetti determinati», le quali si distinguerebbero dalla clausola "a tempo" per il sol fatto di preindividuare il soggetto che, alla scadenza del termine, dovrà liquidare (mediante riscatto) la partecipazione.

ai sensi dell'art. 2437-sexies c.c.³, e, cioè, «azioni o categorie di azioni per le quali lo statuto prevede un potere di riscatto da parte della società o dei soci».

Talaltra, è consentito che il disinvestimento della partecipazione sociale dipenda da una decisione discrezionale del socio stesso, circostanza che si verifica, ad esempio, nell'ipotesi in cui lo statuto, ai sensi dell'art. 2437, 3 comma, c.c., «preved[a] ulteriori cause di recesso» rispetto a quelle già definite dalla legge⁴, oppure allorquando si originino, attraverso un'apposita previsione statutaria, azioni o categorie di azioni c.d. “riscattande”, e, cioè, azioni che attribuiscono al socio titolare, se del caso al verificarsi di determinate condizioni, il diritto di “costringere” la società (o gli altri soci) all'acquisto delle medesime⁵.

Ebbene, se la legge consente espressamente che il socio possa fuoriuscire dalla compagine in virtù di una decisione discrezionale di terzi (la società o gli altri soci) o in virtù di una decisione discrezionale del socio medesimo, non si vede perché l'*exit* del socio non possa predeterminarsi in anticipo con riferimento ad un futuro evento (certo o incerto), eliminando *in toto* la discrezionalità delle parti e prevedendo, quindi, che, al ricorrere di tale evento, l'espulsione del socio debba conseguire *inevitabilmente*, senza che, a tal fine, si renda necessaria alcuna ulteriore manifestazione di volontà (di una) delle parti.

Infine, un importante supporto normativo alla legittimità delle partecipazioni a tempo è stato recentemente fornito dall'art. 17, 3 comma, d.lgs. 19 agosto 2016, n. 175 (“Testo unico in materia di società a partecipazione pubblica”), il quale, relativamente alle società

³ Sulla materia delle azioni riscattabili, cfr. A. BUSANI - M. SAGLIOCCA, *Azioni riscattabili: coordinamento problematico con la disciplina delle azioni proprie e del recesso*, in *Società*, 2, 2012, 157; C. DI BITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437 sexies c.c.*, in *Società*, 2008, 4, 415; M. CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, I, 53.

Sull'ammissibilità del riscatto azionario, anche precedentemente all'introduzione dell'art. 2437-sexies c.c., cfr. L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995.

⁴ Al riguardo, si ritiene altresì legittimo che lo statuto (di una S.p.a. o di una S.r.l.) possa prevedere che i soci vantino un diritto di recesso *ad nutum*, esercitabile, cioè, per “mera volontà” del socio; la legittimità di tale clausola, in particolare, è argomentata in base all'osservazione per cui, allorquando la società sia costituita a tempo indeterminato, ai sensi dell'art. 2437, 3 comma, c.c. (la stessa norma è prescritta in materia di S.r.l., all'art. 2473, 2 comma, c.c.), «il socio può recedere [per l'appunto, *ad nutum*] con il preavviso di almeno centottanta giorni», con la previsione che «lo statuto può prevedere un termine maggiore, non superiore ad un anno». Ebbene, se è consentito alla società di costituirsi a tempo indeterminato (circostanza cui consegue l'operatività di tale diritto di recesso), deve altresì ritenersi consentito che la società (pur costituendosi a tempo *determinato*) consenta ugualmente al socio di recedere in qualsiasi momento, purché l'esercizio di tale diritto (in applicazione della norma sopra citata) sia anch'esso soggetto al termine di preavviso di almeno centottanta giorni. In tal senso, cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 74, *Cause convenzionali di recesso (artt. 2437 e 2473 c.c.)*, 22 novembre 2005: «[...] Né alcun ostacolo si frappone alla previsione statutaria di un recesso *ad nutum*. Se infatti è sufficiente non stabilire un termine di durata della società perché la legge vi ricollegli la possibilità di recedere liberamente con preavviso di 180 giorni (non eliminabile né riducibile, ma soltanto elevabile in via statutaria sino ad un anno), ne deriva che nulla si oppone al recesso libero introdotto dai soci pur in presenza di un termine di durata: l'unica condizione (desumibile in via interpretativa anche in assenza di esplicita previsione statutaria) è che alla libertà assoluta di recesso si accompagni la sua inefficacia prima dell'integrale decorrenza di un periodo di preavviso di almeno 180 giorni [...]». Nel medesimo senso anche il Consiglio Notarile di Roma, Massima n. 5, *Recesso ad nutum nelle società per azioni*, luglio 2013.

⁵ Sull'ammissibilità delle azioni “riscattande”, si è espresso il medesimo Consiglio Notarile di Firenze, con l'Orientamento n. 67/2018, *Azioni riscattande, prezzo di vendita e patto leonino*.

a partecipazione mista pubblico-privata⁶, «a tutela del principio dell'imparzialità e della strumentalità della scelta del socio da parte della pubblica amministrazione»⁷, ha sancito che «[l]a durata della partecipazione privata alla società, aggiudicata ai sensi del comma 1 del presente articolo, non può essere superiore alla durata dell'appalto o della concessione». Perciò, dal momento che, in questa specifica ipotesi, il legislatore *impone* (ai fini della legittimità della partecipazione del socio privato), la temporaneità della partecipazione di quest'ultimo, deve ritenersi che la medesima previsione possa altresì replicarsi in via volontaria in qualsiasi società di capitali.

È, dunque, con riguardo ad entrambe le ipotesi (quella “legale”, sancita dal d.lgs. 175/2016, da un lato; quella “volontaria”, frutto dell'autonomia statutaria, dall'altro), che occorre interrogarsi in ordine a come tali partecipazioni possano introdursi in statuto, nonché se e secondo quali regole le medesime, alla scadenza del termine, debbano essere liquidate.

5. Modalità di introduzione

Le modalità di originazione di partecipazioni sociali “a tempo” o “auto-estinguibili” sono diverse a seconda che la società sia una società per azioni o una società a responsabilità limitata.

Qualora si tratti di una S.p.a., deve ritenersi che tale caratteristica (la “temporaneità”), coinvolgendo solo parte delle azioni (la previsione che tutte le azioni siano “a tempo”, infatti, consisterebbe – non tanto in una caratteristica delle azioni, quanto, piuttosto – nella previsione di un termine di durata della società⁸), dia luogo ad una categoria di azioni, potendosi fondatamente far rientrare nella nozione di «*diritti diversi*» di cui all'art. 2348, 2 comma, c.c. (anche) la temporaneità⁹.

Esse, dunque, potranno emettersi sia in sede di costituzione della società, prevedendo che taluni dei soci stipulanti l'atto costitutivo siano destinatari di tale categoria azionaria; sia in un momento successivo, modificando a tal fine lo statuto (ossia, inserendo nel

⁶ Tali sono le società (di capitali) nella cui compagine figurano sia enti pubblici sia soggetti privati. Riguardo a queste società, l'art. 17, 1 comma, d.lgs. 175/2016, prescrive che «la quota di partecipazione del soggetto privato non può essere inferiore al trenta per cento e la selezione del medesimo si svolge con procedure di evidenza pubblica a norma dell'articolo 5, 9 comma, del decreto legislativo n. 50 del 2016 e ha a oggetto, al contempo, la sottoscrizione o l'acquisto della partecipazione societaria da parte del socio privato e l'affidamento del contratto di appalto o di concessione oggetto esclusivo dell'attività della società mista».

⁷ Consiglio Notarile di Firenze, Orientamento n. 66/2018, *Le partecipazioni sociali a tempo*.

⁸ La previsione che tutte le azioni della società siano azione temporanee potrebbe avere senso nella sola ipotesi in cui l'intenzione sia quella di emettere partecipazioni (tutte temporanee) ma con termini di scadenza diversi. A titolo esemplificativo, si immagini il caso in cui Tizio, Caio e Sempronio intendano costituire una S.p.a., prevedendo l'assegnazione a Tizio di 100 azioni con scadenza al 31 dicembre 2030; a Caio di 100 azioni con scadenza il 31 dicembre 2040; a Sempronio di 100 azioni con scadenza il 31 dicembre 2050. Tuttavia, non può fare a meno di rilevarsi come un risultato del tutto equivalente a quello appena prospettato si raggiungerebbe prevedendo l'assegnazione di azioni temporanee ai soli Tizio e Caio (rispettivamente con scadenza al 31 dicembre 2030 e al 31 dicembre 2040) e, relativamente a Sempronio, l'assegnazione di azioni ordinarie, ma con la previsione di un termine di durata della società alla data del 31 dicembre 2050.

⁹ Sulla atipicità dei “diritti diversi” che possono formare oggetto di una categoria azionaria, cfr. P. SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008, 74-75; F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova S.p.a.*, Milano, 2004, 76-77.

medesimo un'apposita clausola – c.d. “astratta” – che delinei le caratteristiche e la disciplina di tali azioni speciali) e deliberando (i) l'emissione (attraverso un aumento oneroso del capitale sociale) di nuove azioni (temporanee) appartenenti a tale categoria, oppure (ii) la conversione, delle azioni (ordinarie) già in circolazione in azioni (temporanee) appartenenti a tale categoria¹⁰.

È giusto il caso di ricordare che, in considerazione della natura astratta e impersonale della partecipazione azionaria, il “diritto diverso” (consistente, in questo caso, nella temporaneità) costituisce – non già una prerogativa connessa alla persona del socio, bensì – una caratteristica della partecipazione stessa, la quale, conseguentemente, circola insieme al titolo e, dunque, si “trasferisce” ad ogni avente causa del medesimo.

Qualora, invece, si tratti di una S.r.l., la previsione della temporaneità dovrebbe preferibilmente prevedersi – sul presupposto che la società sia qualificabile in termini di “PMI”¹¹ – sotto forma di categoria di quote, ai sensi dell'art. 26, 3 comma, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, il quale, infatti, stando alla recente modifica di cui all'art. 57, 1 comma, d.l. 24 luglio 2017, n. 50¹², sancisce che «[l]’atto costitutivo della PMI 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».

¹⁰ La delibera di conversione delle azioni è senz'altro adottabile a maggioranza allorquando sia concesso a tutti gli azionisti il diritto di convertire le proprie azioni in azioni di categoria (c.d. conversione “volontaria”). In tal senso, F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova S.p.a.*, Milano, 2004, 123.

Deve ritenersi, invece, che la conversione “forzata” (e, cioè, la delibera con cui si imponga a taluni o a tutti i soci la conversione delle proprie partecipazioni da ordinarie a speciali), pure ammessa, possa adottarsi soltanto a condizione che i soci che subiscono la conversione manifestino un apposito consenso alla conversione medesima; nel caso di specie, infatti, la conversione – determinando la “temporaneità” della partecipazione – è certamente idonea ad incidere negativamente sul diritto (individuale e, dunque, indisponibile da parte della maggioranza assembleare) dell'azionista al mantenimento della qualità di socio. Sul punto, in materia di azioni riscattabili (ma le medesime considerazioni possono replicarsi anche in relazione alle azioni a tempo, trattandosi di azioni destinate a determinare la cessazione anticipata della qualità di socio), cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 99, *Azioni riscattabili e introduzione della clausola di riscatto (art. 2437-sexies c.c.)*, 18 maggio 2007: «[...] La soggezione di azioni o categorie di azioni al riscatto può essere stabilita, oltre che in sede di atto costitutivo, anche con successiva modifica statutaria, purché consti – ove si tratti di attribuire tale carattere ad azioni già in circolazione – il consenso dei titolari di tali azioni. Le azioni riscattabili possono essere invece previste con delibera assembleare adottata con le maggioranze normalmente richieste per le modificazioni dello statuto qualora: a) sia consentito (e non imposto) ai soci di trasformare le loro azioni in azioni riscattabili ovvero b) si tratti di aumento di capitale a pagamento con emissione di nuove azioni riscattabili, ovvero c) la riscattabilità sia prevista quale condizione in cui qualsiasi azione può incorrere al verificarsi di particolari situazioni e – al momento dell'inserimento – nessuno degli azionisti si trovi in tali situazioni (ad esempio, qualora sia previsto che il riscatto possa operare in caso di superamento di una determinata soglia di possesso azionaria, e nessuno degli azionisti possieda, al momento dell'inserimento, quella quota) [...]».

¹¹ La nozione di PMI (Piccole e Medie Imprese) è ricavabile dall'art. 2 dell'Allegato alla Raccomandazione 6 maggio 2003, n. 2003/361/CE (“Raccomandazione della Commissione relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese”), secondo cui «[l]a categoria delle microimprese delle piccole imprese e delle medie imprese (PMI) è costituita da imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di EUR oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di EUR».

¹² L'art. 57, 1 comma, d.l. 24 luglio 2017, n. 50 ha sostituito, all'articolo 26, commi 2, 5 e 6 del d.l. 179/2012, le parole «start-up innovative» e «start-up innovativa», con l'acronimo «PMI», con ciò estendendo l'ambito applicativo della disciplina ivi contenuta alla pressoché totalità delle S.r.l.

Percorrendo tale soluzione, le modalità di originazione della categoria e di circolazione del “diritto diverso” (consistente nella temporaneità) sarebbero del tutto analoghe a quelle appena sopra esposte in relazione alle categorie di azioni.

Vi è da chiedersi se, trattandosi di una S.r.l. (non rientrante nella categoria delle PMI e, quindi) alla quale sia preclusa la creazione di categorie di quote, sia consentito prevedere la temporaneità della partecipazione sotto forma di diritto particolare, ai sensi dell'art. 2468, 3 comma, c.c.¹³. Al quesito può risponderci positivamente, in quanto la norma citata (che consente la creazione di diritti diversi «*riguardanti l'amministrazione della società o la distribuzione degli utili*») è interpretata, dalla prevalente dottrina¹⁴, in senso ampio, ritenendosi che i particolari diritti attribuibili ai singoli soci possano presentare il contenuto più svariato, senza che appaia necessario circoscrivere il contenuto dei medesimi ai due ambiti (“amministrazione della società” e “distribuzione degli utili”) esemplificati dal legislatore.

Tuttavia, ricorrendo all'istituto dei diritti particolari, a differenza di quanto accade nella categoria di quote (il cui “diritto diverso” è connesso – non già alla persona del singolo socio, bensì – alla quota di partecipazione e, dunque, circola liberamente con il trasferimento di quest'ultima), la temporaneità sarebbe necessariamente connessa alla persona del socio, con la conseguenza che, in caso di alienazione della quota, il “diritto particolare” (consistente nella temporaneità) sarebbe – nel silenzio dello statuto – destinato a cessare¹⁵.

Se, dunque, l'interesse fosse quello di assicurarsi con certezza l'estinzione della partecipazione alla scadenza prestabilita, occorrerebbe prevedere espressamente che, in caso di alienazione della quota, il diritto particolare si trasferisca in capo all'acquirente¹⁶, di modo

¹³ È pacifico che i particolari diritti di cui all'art. 2468, 3 comma, c.c. possano altresì prevedersi nelle S.r.l. PMI (in tal senso, cfr. O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa*, in *Le società a responsabilità limitata*, C. Ibba - G. Marasà (a cura di), I, Milano, 2020, 107). Tuttavia, in quest'ultima tipologia di S.r.l., la “categoria di quota” appare, al fine di originare una partecipazione “temporanea”, strumento assai più appropriato.

¹⁴ G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Comm. Schlesinger*, Milano, 2010, 524; V. DONATIVI, *Diritti particolari dei soci*, in *Le società a responsabilità limitata*, C. Ibba - G. Marasà (a cura di), I, Milano, 2020, 810-814; R. SANTAGATA, *I diritti particolari dei soci*, in *Comm. s.r.l. in onore di Portale*, Dolmetta-Presti (a cura di), Milano, 2011, Milano, 2011, 286 ss.; M. MAUGERI, *Quali diritti particolari per il socio di società a responsabilità limitata?*, in *Riv. soc.*, 2004, 1495 ss.

Nel medesimo senso anche il Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 39, *Diritti particolari dei soci nella S.r.l. (art. 2468, comma 3°, c.c.)*, secondo cui: «I “particolari diritti” che l'atto costitutivo di S.r.l. può attribuire a singoli soci, ai sensi dell'art. 2468, comma 3° c.c., possono avere ad oggetto materie non strettamente “riguardanti l'amministrazione della società o la distribuzione degli utili”, cui espressamente si riferisce la norma, bensì ulteriori “diritti diversi”, dovendosi ritenere concessa all'autonomia negoziale, al pari di quanto dispone l'art. 2348 c.c. per la S.p.a., la facoltà di “liberamente determinare il contenuto” delle partecipazioni sociali, “nei limiti imposti dalla legge” [...]».

¹⁵ Sul punto, cfr. R. SANTAGATA, *I diritti particolari dei soci*, in *Comm. s.r.l. in onore di Portale*, Dolmetta-Presti (a cura di), Milano, 2011, 304-305; O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale*, V, G. Cottino (diretto da), Padova, 2007, 138 ss.

In tal senso anche il Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, Massima n. I.I.10, *Diritti particolari e alienazione della partecipazione*, 1° pubbl. 9/04: «[...] Nel caso in cui il singolo socio alieni per intero la sua partecipazione i diritti particolari ad esso attribuiti si estinguono e conseguentemente si espandono quelli degli altri soci».

¹⁶ Sulla legittimità della previsione statutaria con cui si preveda la circolazione del diritto particolare in favore degli aventi causa della quota sociale, cfr. R. SANTAGATA, *I diritti particolari dei soci*, in *Comm. s.r.l. in onore di Portale*, Dolmetta-Presti (a cura di), Milano, 2011, 304-305.

da evitare che il diritto stesso (in virtù della sua “connessione” con la persona del socio originario) sia destinato ad estinguersi in caso di alienazione, circostanza cui potrebbe conseguire una vanificazione degli obiettivi perseguiti.

6. Il termine (e la condizione di “auto-estinzione”)

Occorre porsi il tema di come il “termine” connesso alla partecipazione debba individuarsi in sede di confezionamento della clausola statutaria (quella che origina la categoria di azioni/quote o il diritto particolare).

Al riguardo, se, per potersi parlare di “termine”, è necessario che l’evento (oltre che futuro) sia certo nel suo verificarsi, non è altrettanto necessario che vi sia certezza in ordine a *quando* tale evento si verificherà. È, quindi, legittima sia la previsione di un termine *certus an e certus quando* e, cioè, di un termine predeterminato con riferimento ad una data precisa (il 31 dicembre 2030) o ad un determinato lasso di tempo (10 anni dalla sottoscrizione delle partecipazioni); sia la previsione di un termine *certus an e incertus quando* e, cioè, di un termine il cui momento di verifica sia ignoto al momento dell’introduzione della clausola (ad esempio, la morte di uno dei soci), oppure determinabile *per relationem* (ad esempio, la scadenza o l’integrale esecuzione di un contratto stipulato – o da stipularsi – fra società e soci)¹⁷.

È altresì consentito, come puntualizzato dal Consiglio Notarile di Milano¹⁸, che le partecipazioni siano configurate (non come “temporanee”, bensì) come “condizionate”, e cioè, destinate ad estinguersi in automatico al verificarsi di un evento futuro ed *incerto*. Ad esempio, potrebbe essere interesse della società (o del socio sottoscrittore) che la partecipazione debba estinguersi e liquidarsi allorquando la società abbia conseguito un ammontare minimo di utile complessivo, oppure allorquando il valore patrimoniale della società – cui potrebbe essere legata la determinazione della liquidazione del socio – superi una determinata soglia minima (a titolo esemplificativo, potrebbe farsi riferimento all’attivo patrimoniale, ai ricavi complessivi annui oppure, ancora, all’ammontare del patrimonio netto).

7. La liquidazione della partecipazione

Qualora siano state emesse azioni (o quote di S.r.l.) “a tempo” o “auto-estinguibili”, occorre interrogarsi circa come tali partecipazioni debbano liquidarsi al momento della “scadenza” del termine (o del verificarsi della condizione di “auto-estinzione”).

Anzitutto, occorre precisare come – pur parlandosi di azioni “temporanee” o “auto-estinguibili” – non possa ammettersi un annullamento *automatico* delle partecipazioni; e ciò in quanto, trattandosi di società di capitali, l’annullamento delle partecipazioni (e la loro conseguente liquidazione) deve necessariamente tenere conto delle regole prescritte in materia di liquidazione della partecipazione sociale. In particolare, dal momento che la

In tal senso anche il Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, Massima n. I.I.10, *Diritti particolari e alienazione della partecipazione*, 1° pubbl. 9/04: «[...] È comunque possibile che l’atto costitutivo disponga diversamente nel senso di ammettere la trasferibilità dei diritti agli aventi causa del socio, a discrezione di quest’ultimo, o di altro socio, prescindendo o meno dall’entità della quota trasferita».

¹⁷ Tale è la fattispecie contemplata dal sopra citato art. 17, 3 comma, d.lgs. 175/2016, secondo cui, infatti, «[l]a durata della partecipazione privata alla società, aggiudicata ai sensi del comma 1 del presente articolo, non può essere superiore alla durata dell’appalto o della concessione».

¹⁸ Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 190, *Azioni e quote «auto-estinguibili»*, 16 giugno 2020.

temporaneità (o l'auto-estinguibilità) della partecipazione producono un effetto sostanzialmente analogo a quello del recesso (ossia, l'*exit* del socio), può ragionevolmente applicarsi, almeno in linea di principio, quanto disposto dagli artt. 2437-*quater* c.c. (non a caso richiamato altresì dall'art. 2437-*sexies* c.c. in materia di azioni riscattabili¹⁹) e 2473 c.c., con la precisazione che – essendo le partecipazioni caratterizzate dalla “temporaneità” – la loro liquidazione (salvo quanto si dirà *infra*) deve tendenzialmente avvenire mediante *annullamento* delle azioni (o della quota) e versamento al titolare di una somma di danaro che, se non vi è capienza negli utili e nelle riserve della società, conduce a deliberare la riduzione del capitale sociale (artt. 2437-*quater*, 6 comma, e 2473, 4 comma, c.c.).

Dunque, qualora la società disponga di riserve disponibili sufficienti, può farsi luogo alla liquidazione mediante utilizzo delle medesime, provvedendo ad annullare la partecipazione temporanea *senza riduzione del capitale sociale* (e, dunque, senza necessità di riconoscere ai creditori il diritto di opposizione di cui agli artt. 2445 e 2482 c.c.) e con il conseguente incremento del valore nominale (implicito o esplicito) delle restanti partecipazioni sociali; in particolare, questa modalità:

- nelle S.p.a., si realizza attraverso un acquisto di azioni proprie (ai sensi dell'art. 2437-*quater*, 4 comma, c.c.) e contestuale annullamento delle medesime senza riduzione del capitale sociale²⁰, come consentito da un oramai consolidato orientamento dalla prassi notarile²¹;
- nelle S.r.l., costituisce diretta applicazione dell'art. 2473, 4 comma, terzo periodo, c.c., secondo cui, infatti, alla liquidazione con l'utilizzo di riserve disponibili, consegue il necessario annullamento della quota (ciò, evidentemente, in quanto la S.r.l. non può rendersi acquirente di quote proprie, stante il divieto di cui all'art. 2474 c.c.) e l'automatico incremento del valore nominale implicito delle restanti quote di partecipazione.

¹⁹ Sulle difficoltà interpretative derivanti dal richiamo all'art. 2437-*quater* c.c., cfr. A. BUSANI - M. SAGLIOCCA, *Azioni riscattabili: coordinamento problematico con la disciplina delle azioni proprie e del recesso*, in *Società*, 2, 2012, 157; G. MARASÀ - N. CIOCCA, *Recesso e riscatto nelle S.p.a.*, *Commento agli artt. 2437-2437-sexies del Codice Civile*, Padova, 2011, 49.

²⁰ L'operazione, in sostanza, costituisce una “imputazione” al capitale sociale dell'importo della “riserva utilizzata” ai fini dell'acquisto medesimo.

²¹ Sull'ammissibilità dell'operazione, cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 37, *Annullamento di azioni proprie senza riduzione del capitale sociale* (artt. 2357 ss. e 2445 c.c.), 19 novembre 2004; Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, Massima n. H.G.37, *Riduzione del capitale sociale mediante annullamento di azioni proprie già detenute dalla società*, 1° pubbl. 9/16 – motivato 9/17.

Ove si intenda percorrere tale modalità, è consigliabile (per ragioni di semplificazione) che la società provveda alla previa eliminazione dell'indicazione del valore nominale delle azioni, cosicché l'incremento del valore nominale (implicito) delle medesime possa conseguire *in automatico* all'annullamento dei titoli.

Qualora, invece, per mancanza di riserve disponibili sufficienti²² o per scelta assembleare²³, si decida di effettuare la liquidazione mediante la riduzione del capitale sociale, occorre tenere conto della regola, sancita dal combinato disposto degli artt. 2437-*quater* e 2445 c.c. (2473, 4 comma e 2482 c.c.), secondo cui l'operazione, in virtù della sua natura *reale*²⁴ (in quanto finalizzata alla liquidazione della partecipazione), è necessariamente subordinata alla mancata opposizione dei creditori nel termine di novanta giorni dall'iscrizione della delibera nel Registro delle Imprese.

Qualora l'opposizione dei creditori sia accolta, può fondatamente ritenersi applicabile la regola, sancita dall'art. 2437-*quater*, 7 comma c.c., secondo cui «*ove l'opposizione sia accolta la società si scioglie*». Nulla vieta, tuttavia, che lo statuto intervenga espressamente su questo aspetto, prevedendo che l'eventuale accoglimento dell'opposizione determini (non già lo scioglimento della società, bensì) il mancato *exit* del socio e la conseguente conversione della partecipazione in partecipazione ordinaria; l'inserimento di una simile disposizione all'interno dello statuto sociale, tuttavia, determina inevitabilmente il rischio (implicitamente "accettato" *ab origine* dal socio "a tempo" con la sottoscrizione della partecipazione stessa) che il diritto di *exit*, "programmato" con il confezionamento

²² A tal riguardo, deve equipararsi alla mancanza di riserve disponibili, l'ipotesi in cui le riserve disponibili (pure presenti) siano insufficienti al fine di soddisfare la liquidazione. In tal senso, cfr. Consiglio Notarile di Firenze, Orientamento n. 8/2009, *Recesso del socio e riduzione del capitale sociale*. Tuttavia, nel senso di ammettere una procedura di liquidazione mista (in parte con utilizzo delle riserve disponibili e in parte con la riduzione del capitale sociale), cfr. Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, Massima n. H.H.13, *Liquidazione del socio recedente in forma mista con riduzione del capitale sociale*, 1° pubbl. 9/16 - motivato 9/17.

²³ Potrebbero, tuttavia, nutrirsi dubbi se – pure in presenza di riserve disponibili – la società sia comunque libera di deliberare la riduzione reale del capitale sociale, e ciò in quanto (come dimostrato dalla inderogabilità dell'*iter* di cui all'art. 2437-*quater* c.c.) la riduzione del capitale sociale ai fini della liquidazione di un socio uscente è considerata dal legislatore come una *extrema ratio*.

Sull'inderogabilità dell'*iter* di cui all'art. 2437-*quater* c.c. (e 2473, 4 comma, c.c.) e, dunque, sulla riduzione del capitale solo quale *extrema ratio*, cfr. M. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, 2, *Diritto delle società*, Milano, 2012, 508; V. DI CATALDO, *Il recesso del socio in società per azioni*, in *Liber Amicorum Campobasso*, III, Torino, 2007, 248; D. GALLETTI, *sub art. 2437 c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società*, Maffei Alberti (a cura di), Padova, 2005, 1601; E. FREGONARA, *Recesso e procedimento per la liquidazione delle azioni e delle quote*, Milano, 14.

²⁴ La natura reale (ancorché obbligatoria) della riduzione in commento discende dall'osservazione che, all'abbassamento della cifra nominale del capitale sociale, si accompagna un corrispondente depauperamento patrimoniale, consistente nella liquidazione della partecipazione.

Al riguardo, deve ritenersi (come già sostenuto in materia di recesso) che, a prescindere dall'importo che deve esser liquidato, la riduzione debba effettuarsi secondo il *valore nominale* della partecipazione annullata e che il residuo debba liquidarsi mediante le riserve (evidentemente insufficienti ai fini della liquidazione complessiva) e per l'ulteriore eventuale residuo rilevando una corrispondente perdita nel patrimonio netto. In tal senso il Consiglio Notarile di Firenze, Orientamento n. 8/2009, *Recesso del socio e riduzione del capitale sociale*: «[...] anche qualora il valore da rimborsare al socio recedente ecceda il valore nominale della sua partecipazione, il capitale sociale potrà essere ridotto, ai sensi dell'art. 2437 *quater*, sesto comma, c.c. e ai sensi dell'art. 2473, quarto comma c.c., in misura equivalente al valore nominale della partecipazione del socio recedente, mentre l'eccedenza dovrà essere trattata come una perdita, gravante sul conto economico, tale da costringere ad un'ulteriore riduzione del capitale sociale (per perdite) solo qualora non compensata nel corso dell'esercizio sociale da riserve ulteriori o dagli utili».

A titolo esemplificativo, si immagini che la partecipazione del socio "a tempo", del valore nominale di euro 50.000, debba liquidarsi al valore di euro 100.000; in presenza di riserve disponibili pari ad euro 20.000 (e, dunque, insufficienti ai fini della liquidazione complessiva), l'operazione andrà effettuata (i) per euro 50.000, mediante riduzione del capitale sociale (e corrispondente liquidazione del medesimo); (ii) per euro 20.000, mediante assegnazione della riserva disponibile; (iii) per i restanti euro 30.000, rilevando una corrispondente perdita nel patrimonio netto della società.

della partecipazione, sia inibito dal vittorioso esperimento del diritto di opposizione da parte dei creditori sociali.

Fermo restando che – in linea generale – la “scadenza” della partecipazione implica il suo “naturale” annullamento, deve ritenersi altresì consentito che lo statuto sociale espressamente consenta che la liquidazione delle partecipazioni avvenga mediante modalità che non implicano l’annullamento delle partecipazioni e, cioè, mediante le altre modalità contemplate dagli artt. 2437-*quater* c.c. (offerta in opzione ai soci; eventuale offerta a terzi; acquisto da parte della società mediante riserve disponibili) e 2473, 4 comma, c.c. (acquisto da parte dei soci in proporzione alle partecipazioni possedute; acquisto da parte di un terzo concordemente individuato dai soci)²⁵.

Tuttavia, ove si decidesse di confezionare la clausola statutaria consentendo tali modalità di liquidazione, la temporaneità non riguarderebbe più la *partecipazione come tale* (il che, come già evidenziato, implica l’estinzione della stessa durante la vita della società), bensì riguarderebbe *il rapporto sociale nei confronti di determinati soci*, compatibile con la persistenza della partecipazione (finché dura la società) in capo a soggetti diversi; in quest’ultimo caso, la “temporaneità” (o la “auto-estinguibilità”) della partecipazione, infatti, servirebbe ad assicurare ai soci (non tanto l’annullamento dei titoli, quanto piuttosto) la “sicura” fuoriuscita del socio “a tempo” (o “a condizione”) dalla compagine sociale e la sua conseguente liquidazione.

Va de sé che, in presenza di una simile previsione, qualora la liquidazione delle partecipazioni abbia luogo con modalità che non implicano l’annullamento dei titoli (o delle quote) si determinerà un’automatica conversione delle azioni (o delle quote) in partecipazioni ordinarie²⁶; infatti, nel momento in cui il termine decorre (o la condizione si verifica) il “diritto diverso” della categoria esaurisce il proprio effetto e, dunque, le partecipazioni, seppur ancora formalmente “etichettate” dallo statuto come “temporanee” o “auto-estinguibili” non possono che considerarsi “ordinarie” e, in quanto tali, liberamente cedibili (agli altri soci, a un terzo o alla società) per la finalità di liquidazione²⁷.

²⁵ Consiglio Notarile di Firenze, Orientamento n. 66/2018, *Le partecipazioni sociali a tempo*: «[...] la caratteristica peculiare della partecipazione in oggetto, ovvero quella “di cessare” alla scadenza del termine, non sembra rendere naturalmente percorribili, senza correttivi statutari, le soluzioni dell’offerta della stessa agli altri soci e ai terzi o quella dell’acquisto da parte della società, per il fatto stesso che non esiste più, ontologicamente, una partecipazione da acquistare destinata a “continuare”. Se fosse acquistabile da parte di altri, soci o terzi (o società medesima), quella stessa partecipazione sarebbe non “a tempo”, ma “ordinaria”».

²⁶ Al riguardo, sembra tuttavia necessario che lo statuto espliciti tale automatica conversione. Sulla legittimità di una simile previsione, cfr. Consiglio Notarile di Firenze, Orientamento n. 1/2008, *Azioni speciali e loro conversione automatica in ordinarie a seguito di trasferimento*: «[...] La conversione automatica delle azioni da speciali in ordinarie, con conseguente perdita dei diritti particolari amministrativi in esse incorporate, determina [...] un mutamento del contenuto della partecipazione la quale, rappresentata da titoli muniti di diritti particolari in sede di emissione, viene a perdere tali peculiarità per cui questi ultimi, pur essendo incorporati in un titolo azionario liberamente circolante, non possono essere a loro volta attribuiti a soggetti diversi dal sottoscrittore iniziale. Tale limitazione, come detto, non sembra urtare con alcun principio inderogabile dell’ordinamento in materia di società per azioni, trattandosi piuttosto di una legittima espressione di autonomia negoziale [...]».

²⁷ Un effetto simile si verifica, ad esempio, nell’ipotesi in cui sia emessa una categoria di azioni riscattabili da parte della società al verificarsi di un determinato (ed irripetibile) evento (art. 2437-*sexies* c.c.). Ebbene, nel momento in cui tale evento si verifica (e la società esercita il diritto di riscatto), le azioni riscattate, sebbene risultino ancora formalmente appartenenti alla categoria, sostanzialmente non potranno che

8. (Segue): il valore di liquidazione

Si pone, infine, il tema se, relativamente all'*ammontare* della liquidazione spettante al socio "a tempo", occorra attenersi o meno alle regole prescritte dalla legge in materia di recesso, ossia se l'*ammontare* della liquidazione debba necessariamente individuarsi con riferimento al valore di mercato della società (artt. 2437-*ter*, 2 comma e 2473, 3 comma c.c.), oppure se esso possa determinarsi prescindendo da tale valore.

Al riguardo, si risponde in quest'ultimo senso, ritenendosi legittima sia la predeterminazione statutaria del valore di liquidazione, sia l'individuazione di un criterio di determinazione della medesima slegato dal valore reale della società (ad esempio, il doppio del valore nominale della partecipazione); e ciò per la ragione – già argomentata dalla dottrina nella materia delle cause derogabili o statutarie di recesso²⁸ – che il socio, nel momento in cui sottoscrive la partecipazione "a tempo" o "auto-estinguibile" è consapevole dell'*ammontare* (o dei criteri di determinazione) della liquidazione che al medesimo sarà riconosciuta e, dunque, accetta altresì il rischio che tale *ammontare* possa rivelarsi inferiore all'effettivo valore che avrà la sua partecipazione.

Ciò detto, la circostanza che (a differenza di quanto accade nelle fattispecie legali o derogabili di recesso) il titolare della partecipazione non goda della scelta tra "perdere" la partecipazione e rimanere in società, potrebbe indurre a considerare la posizione del socio a tempo più affine a quella del socio titolare di partecipazioni riscattabili (ove, tuttavia, il valore di liquidazione è inderogabilmente individuato nel valore di mercato della partecipazione *ex art.* 2437-*sexies* c.c., a nulla rilevando una eventuale accettazione *ex ante* di un valore di liquidazione inferiore).

Tuttavia, occorre ricordare come, mentre nelle partecipazioni riscattabili la "perdita" della partecipazione sociale dipende (sia nell'*an* sia nel *quando*) da una successiva manifestazione di volontà di soggetti terzi rispetto al socio (per cui il socio è "in balia" di questi ultimi), nelle partecipazioni temporanee il socio, sin dal momento della sottoscrizione, sa per certo che alla tal data (o al verificarsi del tale evento) la sua partecipazione sarà annullata, senza che sia a tal fine necessario l'intervento di alcuna ulteriore e successiva manifestazione di volontà di terzi; e, dunque, appare ragionevole che, nelle prime, la liquidazione debba garantire in ogni caso la c.d. "equa valorizzazione"; mentre, nelle

reputarsi ordinarie, in quanto, una volta verificatosi l'evento ed esercitato il riscatto, il "diritto diverso" ha ormai esaurito ogni suo effetto.

²⁸ Si ritiene, infatti, che il parametro della "consistenza patrimoniale" (art. 2437-*ter*, 2 comma, c.c.) o del "valore di mercato" (art. 2473, 3 comma, c.c.) della società siano inderogabili con riferimento alle sole cause *legali inderogabili* di recesso. Nelle altre ipotesi (cause *legali derogabili* e cause *volontarie*), potendosi legittimamente escludere (o non prevedere) il diritto di recesso, deve ritenersi *a fortiori* legittimo che, prevedendosi detto diritto, la liquidazione possa discostarsi del criterio legale. In tal senso, cfr. P. SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008, 171; Consiglio notarile di Milano, Massima n. 74, *Cause convenzionali di recesso* (artt. 2437 e 2473 c.c.): «La determinazione del valore di liquidazione delle quote o azioni, nelle ipotesi di cause convenzionali di recesso, può essere disciplinata da criteri liberamente stabiliti dall'atto costitutivo o dallo statuto, anche in totale deroga rispetto ai criteri di liquidazione fissati dalla legge per le cause legali di recesso».

Tuttavia, in senso contrario (ossia, nel senso di ritenere inderogabilmente applicabile il criterio del valore di mercato della società anche nelle ipotesi di recesso convenzionale, cfr. V. DI CATALDO, *Il recesso del socio in società per azioni*, in *Liber Amicorum Campobasso*, III, Torino, 2007, 237.

seconde, il socio possa altresì accettare una predeterminazione “libera” del valore di liquidazione.

Piuttosto, vi è il rischio che la predeterminazione del valore di liquidazione della partecipazione possa confliggere con il divieto del patto leonino²⁹: se, infatti, si prevedesse che al socio “a tempo” debba riconoscersi un certo e predeterminato importo di liquidazione e, successivamente (ossia, alla “scadenza” della partecipazione), il valore di mercato della società fosse azzerato dalle perdite, il percepimento della liquidazione così predeterminata parrebbe realizzare proprio quella “esclusione” del socio «*da ogni partecipazione [...] alle perdite*» (“esclusione” che l’art. 2265 c.c., per l’appunto, mira a vietare)³⁰.

Secondo il Consiglio notarile di Firenze, al fine di scongiurare ogni possibile violazione del divieto in esame, si dovrebbe prevedere che la liquidazione non possa «eccedere, in ogni caso, l’ammontare delle riserve disponibili o, qualora si debba procedere tramite la riduzione del capitale sociale, il valore nominale della partecipazione»³¹. Stando all’opinione dei notai fiorentini, tali parametri, limitando l’ammontare della liquidazione alle risultanze contabili, si consentirebbe di evitare un’eccessiva sproporzione tra l’ammontare della liquidazione e l’effettivo valore della società e, dunque, si garantirebbe che – in presenza di perdite – il socio “a tempo” non ne risulti implicitamente “escluso”.

Sembra, tuttavia, preferibile ritenere che una violazione del patto leonino, a prescindere dalla predeterminazione del valore di liquidazione e a prescindere da quali soggetti siano chiamati ad effettuare la liquidazione (se la società o i soci), sia insuscettibile di verificarsi: ciò in quanto il socio titolare della partecipazione “a tempo” o “auto-estinguibile”, pur ricevendo (al decorso del termine o al verificarsi della condizione di “auto-estinzione”) una liquidazione predeterminata, partecipa *medio tempore* – al pari di tutti gli altri

²⁹ Il divieto del patto leonino è sancito in materia di società di persone all’art. 2265 c.c., ma è pacificamente ritenuto espressione di un principio generale del diritto societario, applicabile quindi anche alle società di capitali. Cfr., per tutti, M. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, 2, *Diritto delle società*, Milano, 2012, 80. In giurisprudenza, cfr. Cass., 29 ottobre 1994, n. 8927, in *Notariato*, 1995, 3, 244, con nota di U. LA PORTA, *Patti parasociali e patto leonino*; in *Società*, 1995, 2, 178, con nota di D. BATTI, *Il patto leonino nell’ambito di partecipazioni a scopo di finanziamento*.

È altrettanto assodato che tale divieto si applichi altresì alle ipotesi di liquidazione del socio uscente. In giurisprudenza, cfr. Trib. Milano, 22 ottobre 1990, in *Società*, 1991, 221, con nota di A. PATELLI, *Risoluzione per inadempimento del contratto sociale*: «Al recesso ingiustificato la legge non riconnette altra conseguenza se non la sua inefficacia e la permanenza del vincolo sociale; è quindi nulla sia perché concreta ipotesi di patto leonino, sia perché viola norme inderogabili (alla stregua delle quali nessuna ripartizione di attivo può essere effettuata se non all’esito della procedura di liquidazione) la clausola - contenuta nel contratto di società o in un patto parasociale - con la quale le parti stabiliscono che, in caso di recesso di uno dei soci non sorretto da giustificato motivo, il conferimento iniziale di questi (in denaro o in merce) non gli sarà restituito (neppure in parte e neppure in presenza di presunti utili futuri) e verrà ripartito tra i soci non recedenti a titolo di risarcimento del danno, anche per i rischi ed oneri della iniziativa commerciale».

³⁰ Si immagini la previsione statutaria in virtù della quale la partecipazione del socio “a tempo”, del valore nominale di euro 50.000, debba liquidarsi al doppio del suo valore nominale (ossia, per euro 100.000); al decorso del termine previsto in statuto, pure in assenza di riserve disponibili, la partecipazione andrebbe ugualmente annullata e rimborsata (per euro 50.000, con la riduzione reale del capitale sociale; per euro 50.000, rilevando una corrispondente perdita nel patrimonio netto). Ebbene, in tale ipotesi, ove la società, nel periodo intercorrente fra la sottoscrizione della partecipazione “a tempo” (o “auto-estinguibile”) e la liquidazione della medesima rilevi una perdita, potrebbe ingenerarsi il dubbio che la liquidazione di detta partecipazione al valore di euro 100.000 realizzi proprio l’effetto di escludere il socio “a tempo” dalla perdita stessa (ciò che, per l’appunto, è vietato dall’art. 2265 c.c.).

³¹ Consiglio Notarile di Firenze, Orientamento n. 66/2018, *Le partecipazioni sociali a tempo*.

soci e in proporzione alla propria partecipazione – agli utili e alle perdite della società, tanto che, in ipotesi di riduzione del capitale sociale per perdite, la sua partecipazione è certamente suscettibile di essere proporzionalmente ridotta o (nella più grave ipotesi di azzeramento del capitale sociale) annullata³².

Appare, quindi, fondata l'opinione (peraltro espressa in un recente pronunciato di legittimità)³³ secondo cui il patto leonino si configura solo allorquando l'esclusione dalla partecipazione agli utili o alle perdite sia, per previsione statutaria, "assoluta e costante", circostanza che non pare verificarsi ove lo statuto, come nel caso di specie, si limiti a predeterminare (in un ammontare certo e determinato) il valore di liquidazione della partecipazione.

Peraltro, limitare la liquidazione alle risultanze contabili (riserve disponibili e valore nominale della partecipazione) potrebbe apparire del tutto inappropriato³⁴, in quanto ben potrebbe darsi che il valore *reale* della quota di partecipazione sia (in virtù di valori patrimoniali inesprimibili nel bilancio di esercizio) superiore all'ammontare delle riserve

³² Riprendendo l'esempio sopra riportato, ove la società, nel periodo intercorrente fra la sottoscrizione della partecipazione "a tempo" (o "auto-estinguibile") e la liquidazione della medesima rilevi una perdita tanto grave da azzerare il capitale sociale, ne deriverebbe la necessità di deliberare l'azzeramento del capitale sociale (con conseguente annullamento di tutte le partecipazioni, ivi inclusa quella "a tempo" o "auto-estinguibile") e la sua ricostituzione ad un importo almeno pari al minimo legale; conseguentemente, il socio titolare della partecipazione "a tempo" o "auto-estinguibile" subirebbe anch'esso l'annullamento della partecipazione e, dunque, parteciperebbe alle perdite al pari di tutti gli altri soci.

³³ In tal senso, relativamente al patto parasociale contenente un'opzione "*put*" da esercitarsi a prezzo predeterminato, cfr. Cass., 4 luglio 2018, n. 17498, in *Notariato*, 2018, 6, 635, con nota di E. MAZZOLETTI, *Ancora sulla validità della put option con prezzo a consuntivo. Per un'applicazione moderna del divieto di patto leonino*; in *Giur. Comm.*, 2019, 2, 285, con nota di M. L. PASSADOR, *Hic non sunt leones: la liceità dei patti parasociali di finanziamento partecipativo*; in *Società*, 2019, 1, 13, con nota di A. BUSANI, *È valida l'opzione put utile ad attrarre capitale di rischio: «È lecito e meritevole di tutela l'accordo negoziale concluso tra i soci di una società azionaria, con il quale l'uno, in occasione del finanziamento partecipativo così operato, si obblighi a manlevare l'altro dalle eventuali conseguenze negative del conferimento effettuato in società, mediante l'attribuzione del diritto di vendita (c.d. "put") entro un termine dato ed il corrispondente obbligo di acquisto della partecipazione sociale a prezzo predeterminato, pari a quello dell'acquisto, pur con l'aggiunta di interessi sull'importo dovuto e del rimborso dei versamenti operati nelle more in favore della società»*.

³⁴ Il riferimento alle riserve disponibili, piuttosto, costituisce il parametro di riferimento nelle ipotesi in cui le partecipazioni sono destinate ad essere liquidate *esclusivamente* mediante acquisto da parte della società (tale è il caso delle azioni c.d. "riscattande"), ove infatti l'assenza di riserve disponibili implica l'impossibilità *tout court* di esercitare il riscatto stesso.

Sul punto, cfr. P. SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008, 174: «nell'ipotesi di pagamento a carico della società, in ogni caso il valore di rimborso o il prezzo di riscatto non possono che essere effettuati nei limiti del patrimonio netto disponibile (riserve disponibili ed eventualmente la parte del capitale sociale legittimamente ridotto), il socio uscente potrà sempre essere sottoposto al rischio di ottenere un valore di rimborso inferiore al valore reale o convenzionale al momento del distacco dalla società».

Sulle azioni "riscattande" e il divieto del patto leonino, cfr. Consiglio Notarile di Firenze, Orientamento n. 67/2018, *Azioni riscattande, prezzo di vendita e patto leonino*: «i limiti legali posti alla possibilità di acquisto di azioni proprie dall'art. 2357 c.c. soddisfano pienamente il criterio e rendono legittima la previsione. Se anche la clausola statutaria, infatti, imponesse limiti minimi di valore di acquisto delle azioni, così garantendo al ribasso – *floor* – il titolare dall'eventuale andamento negativo della società, il fatto che la clausola richiami esplicitamente, quale condizione per l'acquisto, la condizione legale della sussistenza "degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato", rappresenterebbe un sufficiente elemento di alea per escludere la sostanziale eliminazione del rischio di impresa e quindi la violazione del patto leonino».

disponibili (e del valore nominale della quota di partecipazione al capitale), circostanza, peraltro, già suscettibile di verificarsi nelle fattispecie legali di recesso³⁵.

9. L'estinzione senza liquidazione

Se, di regola, il decorso del termine (o il verificarsi della condizione di “auto-estinzione”) origina, in capo al socio che ne è titolare, il diritto alla liquidazione della partecipazione (secondo la disciplina di cui si è appena trattato), occorre sottolineare come detta liquidazione non costituisca un elemento imprescindibile della fattispecie. Come affermato dal Consiglio Notarile di Milano³⁶, infatti, può legittimamente prevedersi che, in riferimento ad una partecipazione “auto-estinguibile”, la medesima – al verificarsi della condizione di “auto-estinzione” – debba annullarsi senza alcuna assegnazione in favore del socio che ne è titolare.

I notai milanesi fondano l'ammissibilità della “auto-estinzione” senza liquidazione (o, comunque, con liquidazione “svincolata” dal reale valore della partecipazione) sull'argomentazione che – diversamente dal caso delle azioni riscattabili, ove la c.d. “equa valorizzazione” è imposta dalla circostanza che il socio viene “privato” della partecipazione in virtù di una manifestazione di volontà altrui –, nel caso in esame, il socio sottoscrive una partecipazione strutturalmente connotata alla temporaneità, «natura che viene dal socio e dalla società accettata *ex ante* sulla base di valutazioni di convenienza economica rispetto alle quali nulla il diritto può dire»³⁷.

Tale previsione assume significato nell'ipotesi in cui l'evento cui è connessa l'estinzione della partecipazione sia rappresentato dal percepimento di un determinato ammontare di utili: ad esempio, ove sia sottoscritta (alla pari) una partecipazione “auto-estinguibile” di nominali euro 100.000, la previsione che detta partecipazione sia destinata ad estinguersi *senza liquidazione* allorquando il socio che ne è titolare abbia goduto di dividendi per complessivi euro 150.000, risulterebbe adeguatamente giustificata dalla circostanza che il medesimo socio, avendo incassato gli utili della società, abbia già “recuperato” il 150% del proprio investimento originario³⁸.

³⁵ In particolare, come ritenuto dallo stesso Consiglio Notarile di Firenze (Orientamento n. 8/2009, *Recesso del socio e riduzione del capitale sociale*), qualora l'importo della liquidazione eccedesse il valore nominale della quota annullata, la liquidazione andrebbe effettuata (in parte, con la riduzione del capitale sociale di importo pari al valore nominale della quota annullata e, per la restante parte) rilevando una corrispondente perdita nel patrimonio netto.

³⁶ Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 190, *Azioni e quote «auto-estinguibili»*, 16 giugno 2020.

³⁷ Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 190, *Azioni e quote «auto-estinguibili»*, 16 giugno 2020: «le azioni o quote auto-estinguibili potrebbero non dare luogo, considerate le concrete logiche (sopra accennate) che possono ispirarne l'introduzione in statuto, ad alcun diritto economico a favore del socio uscente. Anche questa caratteristica non pare però porsi in rotta di collisione con alcun principio o alcuna norma inderogabile. È vero infatti che la disciplina vigente assicura al socio riscattato il diritto ad una corretta valorizzazione del proprio investimento, ma lo fa perché nell'ipotesi di riscatto il socio subisce l'estromissione per volontà altrui. [...]. Ebbene, le caratteristiche delle azioni o quote auto-estinguibili non rispondono a nessuna di tali logiche. Esse, piuttosto, sono partecipazioni che strutturalmente posseggono in sé la natura della temporaneità, natura che viene dal socio e dalla società accettata *ex ante* sulla base di valutazioni di convenienza economica rispetto alle quali nulla il diritto può dire».

³⁸ In questo modo, sembra altresì doversi escludere qualsiasi rischio di contrasto con il divieto del patto leonino, in quanto il socio – essendo espunto dalla compagine solo e soltanto al percepimento di un determinato ammontare di utili – in nessun caso potrà dirsi “escluso” dagli utili o dalle perdite.

In quest'ultima ipotesi, non necessitandosi alcuna liquidazione, nemmeno si rende necessaria nessuna delle modalità di liquidazione sopra analizzate (né occorre, evidentemente, intervenire sul capitale sociale); sicché la partecipazione suddetta potrà legittimamente annullarsi senza riduzione del capitale sociale e, dunque, con il conseguente incremento del valore nominale (esplicito o implicito) delle restanti partecipazioni sociali.

10.1. Tecniche redazionali

10.2. S.p.a.

Articolo ...

Azioni "a tempo"

1. Il capitale sociale è determinato in euro 50.000, suddiviso in n. 50.000 azioni, senza indicazione del valore nominale, di cui n. 25.000 azioni di categoria A, con diritti ordinari, e n. 25.000 di categoria B.

2. Le azioni di categoria B sono azioni "temporanee", con le seguenti caratteristiche:

- le azioni dovranno essere liquidate una volta decorsi ... anni dalla data della loro sottoscrizione;

- il valore di liquidazione sarà pari ad euro ... ad azione³⁹;

- la liquidazione delle partecipazioni dovrà avvenire entro ... giorni dalla decorrenza del suddetto termine e con le seguenti modalità:

a) in presenza di riserve disponibili sufficienti, mediante utilizzo di queste ultime, con annullamento delle azioni senza riduzione del capitale sociale e conseguente automatico incremento del valore nominale implicito delle restanti azioni;⁴⁰

b) in mancanza di riserve disponibili sufficienti, mediante riduzione del capitale sociale, con diritto dei creditori di opporsi nel termine di novanta giorni dall'iscrizione della delibera di riduzione nel Registro delle Imprese; in caso di accoglimento dell'opposizione, la società si scioglie.

³⁹ In alternativa: "il valore di liquidazione sarà determinato entro ... giorni dalla data suddetta, secondo le disposizioni in materia di liquidazione delle partecipazioni in caso di recesso;"

⁴⁰ In alternativa:

"a-1) preferibilmente, mediante offerta in opzione agli altri soci, in proporzione al numero delle azioni possedute o, in subordine, mediante offerta a terzi, secondo quanto disposto dai commi 1, 2 e 3 dell'art. 2437-quater c.c.; in tal caso, le azioni acquistate dovranno reputarsi automaticamente convertite in azioni di categoria A;

a-2) in mancanza di acquisto da parte degli altri soci o di terzi, mediante acquisto da parte della società, utilizzando riserve disponibili; in tal caso, le azioni acquistate dovranno reputarsi automaticamente convertite in azioni di categoria A;"

Articolo ...

Azioni “auto-estinguibili” con liquidazione

1. Il capitale sociale è determinato in euro 50.000, suddiviso in n. 50.000 azioni, senza indicazione del valore nominale, di cui n. 25.000 azioni di categoria A, con diritti ordinari, e n. 25.000 di categoria B.

2. Le azioni di categoria B sono azioni auto-estinguibili, con le seguenti caratteristiche:

- le azioni dovranno essere liquidate a condizione che – e nel momento in cui – il patrimonio netto della società superi il valore di euro ...;

- il valore di liquidazione sarà pari ad euro ... ad azione⁴¹;

- la liquidazione delle partecipazioni dovrà avvenire entro ... giorni dalla data verificarsi del suddetto evento e con le seguenti modalità:

... (seguono modalità di liquidazione come sopra).

Articolo ...

Azioni “auto-estinguibili” senza liquidazione

1. Il capitale sociale è determinato in euro 50.000, suddiviso in n. 50.000 azioni, senza indicazione del valore nominale, di cui n. 25.000 azioni di categoria A, con diritti ordinari, e n. 25.000 di categoria B.

2. Le azioni di categoria B sono azioni auto-estinguibili, con le seguenti caratteristiche:

- le azioni si estinguono a condizione che – e nel momento in cui – esse, dalla data della loro emissione, abbiano conseguito l'assegnazione di un utile complessivo pari ad euro ... ad azione;

- le azioni dovranno essere annullate senza liquidazione in favore del socio che ne è titolare al momento del verificarsi dell'evento di cui sopra, senza riduzione del capitale sociale e con conseguente automatico incremento del valore nominale implicito delle restanti azioni.

10.3 S.r.l.

Articolo ...

Quote “a tempo”

1. Il capitale sociale è determinato in euro 10.000, rappresentato da quote di categoria A, con diritti ordinari, e quote di categoria B.

⁴¹ In alternativa: “il valore di liquidazione sarà determinato entro ... giorni dalla data suddetta, secondo le disposizioni in materia di liquidazione delle partecipazioni in caso di recesso”.

2. Le quote di categoria B sono quote “temporanee”, con le seguenti caratteristiche:

- le quote dovranno essere liquidate una volta decorsi ... anni dalla data della loro sottoscrizione;

- il valore di liquidazione sarà pari ad euro ... per ogni euro ... di valore nominale⁴²;

- la liquidazione delle partecipazioni dovrà avvenire entro ... giorni dalla decorrenza del suddetto termine e con le seguenti modalità:

a) in presenza di riserve disponibili sufficienti, mediante utilizzo di queste ultime, con conseguente annullamento della quota e corrispondente incremento del valore nominale implicito delle quote di partecipazione degli altri soci;⁴³

b) in mancanza di riserve disponibili sufficienti, mediante riduzione del capitale sociale, con diritto dei creditori di opporsi nel termine di novanta giorni dall'iscrizione della delibera di riduzione nel Registro delle Imprese; in caso di accoglimento dell'opposizione, la società si scioglie.

Articolo ...

Quote “auto-estinguibili” con liquidazione

1. Il capitale sociale è determinato in euro 10.000, rappresentato da quote di categoria A, con diritti ordinari, e quote di categoria B.

2. Le quote di categoria B sono quote “auto-estinguibili”, con le seguenti caratteristiche:

- la quota dovrà essere liquidata a condizione che – e nel momento in cui – il patrimonio netto della società superi il valore di euro ...;

- il valore di liquidazione sarà pari ad euro ... per ogni euro ... di valore nominale⁴⁴;

- la liquidazione delle partecipazioni dovrà avvenire entro ... giorni dalla decorrenza del suddetto termine e con le seguenti modalità:

... (seguono modalità di liquidazione come sopra).

⁴² In alternativa: “il valore di liquidazione sarà determinato entro ... giorni dalla data suddetta, secondo le disposizioni in materia di liquidazione delle partecipazioni in caso di recesso;”.

⁴³ In alternativa:

“a-1) preferibilmente, mediante acquisto da parte degli altri soci proporzionalmente alle loro partecipazioni oppure da parte di un terzo concordemente individuato dai soci medesimi; in tal caso, le quote acquistate dovranno reputarsi automaticamente convertite in quote di categoria A;

a-2) in mancanza di acquisto da parte degli altri soci o di terzi, mediante riserve disponibili, con conseguente annullamento della quota e corrispondente incremento del valore nominale implicito delle quote di partecipazione degli altri soci;”.

⁴⁴ In alternativa: “il valore di liquidazione sarà determinato entro ... giorni dalla data suddetta, secondo le disposizioni in materia di liquidazione delle partecipazioni in caso di recesso;”.

Articolo ...

Quote “auto-estinguibili” senza liquidazione

- 1. Il capitale sociale è determinato in euro 10.000, rappresentato da quote di categoria A, con diritti ordinari, e quote di categoria B.*
- 2. Le quote di categoria B sono quote “auto-estinguibili”, con le seguenti caratteristiche:*
 - la quota si estingue a condizione che – e nel momento in cui – essa, dalla data della sua emissione, abbia conseguito l’assegnazione di un utile complessivo pari ad euro ...;*
 - la quota dovrà essere annullata senza liquidazione in favore del socio che ne è titolare al momento del verificarsi dell’evento di cui sopra, senza riduzione del capitale sociale e con conseguente automatico incremento del valore nominale implicito delle partecipazioni degli altri soci.*

Articolo ...

Diritto particolare di “temporaneità” (o “auto-estinguibilità”)

- 1. È attribuito al socio [...] il diritto particolare consistente nella temporaneità⁴⁵ della partecipazione di titolarità del medesimo e precisamente:*
- 2. ... (seguono disposizioni come sopra)*
- 3. In caso di alienazione della quota, totale o parziale, il diritto particolare si trasferisce invariato all’avente causa della partecipazione medesima.*

⁴⁵ In alternativa: “auto-estinguibilità”