

XII CONVEGNO ANNUALE DELL'ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI
UNIVERSITARI
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"
"LA LIBERTÀ D'IMPRESA"
ROMA, 17-18 SETTEMBRE 2021

ANTONIO CAPIZZI

Partecipazioni a scopo di finanziamento e autonomia statutaria

SOMMARIO: 1. Piano della ricerca. – 2. VC e partecipazioni a scopo di finanziamento. – 3. Il principio della necessaria equa valorizzazione della partecipazione a confronto con le clausole di determinazione convenzionale del valore di recesso, di trascinamento, di liquidazione preferenziale e di *roulette* russa. – 4. Clausole *put* a prezzo predefinito e divieto del patto leonino applicato alle società di capitali. – 5. Assegnazione non proporzionale di quote/azioni e divieto di "sproporzione estrema". – 6. S.r.l. start-up/P.M.I., principio di "rilevanza centrale del socio" e altri limiti all'autonomia statutaria. – 7. Critica alla tesi della necessità di limitare l'autonomia statutaria "per coerenza con la fattispecie" e per "contrasto all'approfittamento".

1. Piano della ricerca

La clausola di trascinamento, quella di *roulette* russa e quella di "liquidazione preferenziale" sono valide solo se assicurano al socio un'equa valorizzazione della partecipazione del socio ad esse soggetto. Non è consentita una determinazione convenzionale del valore di recesso al di sotto di quella che risulterebbe dall'applicazione dei criteri legali. Le clausole *put* a prezzo predefinito a favore di soci dotati di "poteri gestori" sono invalide per violazione del divieto di patto leonino. Non è consentita l'assegnazione non proporzionale di quote o azioni che comporti una "sproporzione estrema", ossia l'assegnazione di una partecipazione in assenza di conferimento. L'art. 2481-*bis* c.c., che pone l'alternativa tra opzione e recesso nell'aumento di capitale oneroso, è norma imperativa in quanto espressione di un principio di "rilevanza centrale del socio" di s.r.l.

Quelle che precedono sono alcune "massime" tratte da orientamenti giurisprudenziali e dottrinari più o meno consolidati che limitano l'autonomia statutaria (e anche quella parasociale) nell'ambito dei rapporti tra società e soci sotto il profilo della partecipazione alla (e del finanziamento della) attività sociale, adducendo l'esistenza di limiti

derivanti da principi generali del diritto societario. Tali orientamenti si pongono sempre più spesso (o addirittura si sono affermati) in dichiarato contrasto con alcune delle prassi contrattuali, di importazione estera e perlopiù statunitense, di quella peculiare forma di finanziamento partecipativa delle imprese da parte di investitori esterni, denominata sinteticamente “*Venture Capital Financing*”¹ (VC), espressione che evoca sin dalla sua etimologia (ne è attestato l’uso sin dall’Inghilterra Elisabettiana) la “ventura” (e, di converso, gli enormi rischi) cui andavano incontro i capitani di vascelli che si dirigevano verso le lontane colonie al di là degli oceani.

In Italia, a fronte di un intento di politica del diritto, da più parti dichiarato², di favorire lo sviluppo del VC, si assiste a numerosi casi in cui il diritto societario sembra incapace di recepire alcune delle pattuizioni che ne costituiscono l’ossatura fondante, sempre più spesso verificandosi delle vere e proprie “crisi di rigetto”. La vicenda, vista nel suo insieme, costituisce un caso di pressione esterna verso il cambiamento³ – o, addirittura, il totale superamento – di norme e principi della cui imperatività non sembrava, almeno sino a pochi anni or sono, potersi o doversi dubitare.

Con il presente contributo intendo in primo luogo fornire, perlopiù richiamando i risultati di precedenti studi⁴, una descrizione degli orientamenti dottrinali e giurisprudenziali alla base delle “massime” esposte in premessa, illustrando in che senso essi si pongono in contrasto con le prassi di VC. Compiuta tale illustrazione preliminare intendo porre il dubbio se l’imperatività delle norme o dei principi che tali orientamenti affermano sia individuata all’esito di un’operazione logicamente consequenziale. Ritengo infatti che: *i*) in generale, sarebbe più opportuno argomentare l’esistenza di un limite all’autonomia privata, più che sulla base di ragionamenti in definitiva sillogistici, individuando

¹ Per una prima descrizione di tale prassi v., 597 ss.; P. AGSTNER – A. CAPIZZI – P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in *Rivista ODC*, 2020, 353 ss., e la bibliografia *ivi* citata.

² Si pensi al recente Fondo Nazionale Innovazione presso Cassa Depositi e Prestiti, su cui v. P. AGSTNER – A. CAPIZZI – P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital*, cit., 378 nt. 102.

³ Mutuo l’espressione da P. GIUDICI – P. AGSTNER, *Startups and Company Law: The Competitive Pressure of Delaware on Italy (and Europe?)*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2019.

⁴ Cfr. P. AGSTNER – A. CAPIZZI – P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital*, cit.; EID., *Il design contrattuale delle “startup VC-financed” in Italia*, in corso di pubblicazione in AGE.

preliminarmente gli interessi che si intende tutelare e gli effetti che ne conseguirebbero; *ii*) compiuta l'appena descritta operazione ermeneutica, emerga che negli specifici casi esaminati, attinenti al "finanziamento partecipativo" (come *infra* definito), alla base degli orientamenti esaminati non vi siano interessi generali da tutelare; *iii*) siano conseguentemente non siano condivisibili gli orientamenti esaminati là dove predicano l'esistenza di "limiti impliciti" all'autonomia allo scopo, più o meno dichiarato, di prevenire "approfittamenti" o, comunque, comportamenti scorretti; *iv*) i conflitti di interessi che hanno generato l'emergere dei criticati orientamenti potrebbero e dovrebbero essere governati tramite rimedi risarcitori.

2. VC e partecipazioni a scopo di finanziamento

La necessità di favorire lo sviluppo di imprese innovative e ad alto potenziale di sviluppo è da anni al centro del dibattito politico, economico e giuridico. E' oramai proverbiale la narrazione di imprenditori⁵ che, spesso grazie all'invenzione di nuove tecnologie o al loro utilizzo innovativo, hanno intercettato nuovi bisogni del mercato e, partendo (a volte letteralmente) da piccoli garages, grazie a finanziamenti privati hanno visto crescere le loro iniziative imprenditoriali sino a raggiungere lo status di "Unicorns"⁶.

Il percorso evolutivo di ogni "unicorno" muove da una dimensione "piccola" e dal bisogno di finanziamenti esterni, dato che spesso i fondatori hanno molte idee ma poco capitale per realizzarle. Nell'indisponibilità dei classici canali di finanziamento (banche), incapaci di (o impossibilitati a) apprezzare le probabilità di successo dell'idea imprenditoriale, il capitale è allora messo disposizione dei fondatori (o *founders*) da investitori privati,

⁵ Solo per citarne alcuni: Bill Gates per Microsoft; Steve Jobs per Apple; Mark Zuckerberg e i suoi compagni per Facebook; Larry Page e Sergey Brin per Alphabet-Google; Jeff Bezos per Amazon

⁶ Con il termine Unicorni si indicano quelle imprese ancora in fase di start-up e non ancora quotate su un mercato regolamentato, il cui valore supera il miliardo di dollari (cfr. D. IBRAHIM, *Intrapreneurship*, in *Wash Law Rev.*, 2016, 1741; E. POLLMAN, *Corporate Disobedience*, 2019, 709 ss.). L'evocazione di un animale mitico come l'unicorno per descrivere queste realtà fa comprendere quanto sia difficile che tali progetti vadano oltre la prima fase di sviluppo. Una volta raggiunto lo *status* di unicorni queste imprese spesso vengono quotate in borsa, spesso superando per capitalizzazione complessiva grandi banche, multinazionali ed aziende petrolifere (nella classifica Forbes 2019 tutte le imprese citate alla nota precedente figurano tra le cento aziende quotate più grandi del mondo).

spesso altamente specializzati e sofisticati, che valutano numerosi progetti di investimento, scartandone la maggior parte, prima di decidere di finanziarne uno. Nelle prime fasi di sviluppo si tratta spesso di persone fisiche particolarmente facoltose, in gergo indicate con l'enfatica espressione di "*Business Angels*", che si convincono della opportunità di destinare parte del loro cospicuo patrimonio a progetti particolarmente rischiosi ma che, nel caso di successo, ottengono rendimenti stratosferici dell'investimento effettuato. Se, come invero accade nella esigua minoranza dei casi, l'impresa non naufraga a pochi anni dalla sua intrapresa, nei successivi *round* di finanziamento subentrano fondi specializzati.

Molti sono i fattori che possono favorire lo sviluppo di tali realtà: un sistema fiscale favorevole, la vicinanza a poli universitari d'eccellenza, un sistema finanziario evoluto, finanziamenti pubblici, ecc. ecc. Tra di essi un ruolo centrale è dato dalla disponibilità di un diritto societario che permetta di recepire, vuoi a livello statutario vuoi a livello di accordi tra singoli soci e soci e terzi, le esigenze di estrema libertà e flessibilità che caratterizzano gli accordi di finanziamento tra fondatori e finanziatori⁷. Grazie a ciò in alcune esperienze, prima tra tutte quella statunitense, è stato possibile sviluppare strumenti di finanziamento che coniugassero, a seconda delle esigenze delle parti finanziata e finanziatrice, caratteri del debito e della partecipazione al capitale. E' così possibile definire tali strumenti come "partecipazioni a scopo di finanziamento" (o, che è lo stesso, di "finanziamento in forma partecipativa"). L'espressione è stata significativamente coniata da un maestro della materia⁸ in ambito storico molto differente, quello del sorgere delle c.d. "finanziarie regionali"⁹ verificatosi sul finire degli anni '70 del secolo scorso, ma in cui, come oggi per il VC, era emersa la necessità di confrontarsi con una nuova prassi che

⁷ Sul punto v. P. AGSTNER – A. CAPIZZI – P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital*, cit., 387 ss. e, per la bibliografia sui c.d. *causational links* (se sia più rilevante la presenza di idee innovative o la disponibilità di soggetti disposti a finanziarle), 373 nt. 76.

⁸ Cfr. G. MINERVINI, *Partecipazioni a scopo di finanziamento e patto leonino*, in *Contr. impr.*, 1988, 771 ss.

⁹ Cioè s.p.a. a partecipazione regionale aventi finalità di sostegno alle imprese, sul tema v. V. BUONOCORE, *Le società finanziarie regionali in un libro recente*, in *Studi in memoria di Pettiti*, I, Milano, 1973, 153 ss.; M.T. CIRENEL, *L'impresa pubblica*, Milano, 1983, 479 ss. e 617 ss.; A. CLARIZIA, *Società finanziarie regionali*, voce del *Noviss. dig. it., Appendice*, VII, Torino, 1987, 368 ss.; G. RACUGNO, *Finanziaria (società)*, voce del *Digesto, disc. priv., sez. comm.*, VI, Torino, 1991, 170 ss.

si poneva in rapporto fortemente dialettico con le radicate convinzioni degli interpreti.

Ad una prima analisi potrebbe sembrare che, grazie alla particolare ibridazione di caratteristiche strutturali del capitale di debito e di rischio propria delle partecipazioni a scopo di finanziamento, il finanziatore abbia ampio spazio per “approfittarsi” dell’inerme finanziato (l’imprenditore). Il finanziatore può ottenere, e normalmente ottiene, vantaggi che potrebbero apparire agli occhi dell’interprete del tutto spropositati, e come tali non meritevoli di tutela, così aprendosi la strada ad interventi eteronomi sotto il segno dell’invalidità per contrarietà a norme imperative. D’altra parte, una più attenta considerazione degli interessi in gioco e della struttura di questo particolare mercato fa comprendere come è l’estrema rischiosità dell’investimento (e la “ventura” che esso implica), con tutti i conseguenti problemi di asimmetria informativa e possibile *hold-up* del finanziato, che impongono tali strutture “sbilanciate”, in assenza delle quali nessun soggetto razionale sarebbe disposto a finanziare una impresa altamente rischiosa¹⁰.

Eco del dibattito appena accennato si hanno in Italia sempre più spesso. Più in particolare, in un quadro che appare invero ancora molto fluido, la giurisprudenza e la dottrina si dividono sull’opportunità di limitare il tasso di imperatività del diritto societario, soprattutto là dove si incontrano articolate strutture “partecipative a scopo di finanziamento” elaborate da parti altamente sofisticate.

3. Il principio della necessaria equa valorizzazione della partecipazione a confronto con le clausole di determinazione convenzionale del valore di recesso, di trascinarsi, di liquidazione preferenziale e di roulette russa

Ad oggi può dirsi che sia ampiamente diffusa in dottrina e giurisprudenza la convinzione che nel diritto societario esista un principio imperativo di necessaria “equa valorizzazione della partecipazione”. L’esistenza di tale principio di base, in estrema sintesi, sull’affermazione, ricavata in via analogica dell’art. 2437-*sexies* c.c. in tema di azioni riscattabili, oltre che dai principi costituzionali in tema di tutela del diritto di proprietà, per cui non sarebbe consentita una “espropriazione” a prezzo vile della

¹⁰ Rinvio, per brevità, a quanto esposto al riguardo in P. AGSTNER – A. CAPIZZI – P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital*, cit., 378 ss.

partecipazione detenuta dal socio in posizione di soggezione rispetto alla facoltà attribuita agli altri soci o alla stessa società di procedere ad una sua liquidazione¹¹. Si sostiene, infatti, che se non sussistesse la necessità di assicurare un *floor* minimo di valorizzazione della partecipazione, si aprirebbe la strada a comportamenti opportunistici o, comunque, scorretti¹².

Nell'ambito applicativo del principio di equa valorizzazione è possibile ricomprendere in astratto: *i*) le clausole di determinazione convenzionale del valore di liquidazione della quota in occasione di cause inderogabili di recesso; *ii*) le clausole di trascinamento (o *drag-along*), in cui un socio si obbliga a vendere la propria partecipazione ad un soggetto terzo individuato da un altro socio, e al medesimo prezzo da costui negoziato; *iii*) le clausole di liquidazione preferenziale (o *liquidation preferences*), in cui è attribuita ad uno dei soci una preferenza sul ricavato della liquidazione dell'investimento in occasione di eventi di liquidità (o *liquidity events*) quali, tipicamente, cessione d'azienda o della partecipazione di controllo, fusione e scioglimento, ovviamente a tutto svantaggio dell'altro socio, che al limite (cioè quando il ricavato dell'evento di liquidità è inferiore alla preferenza accordata al socio beneficiario) rischia di non vedersi riconosciuto alcunchè; *iv*) le clausole di risoluzione dello stallo decisionale denominate di *russian roulette*, in cui è attribuito ad uno o a entrambi i soci di una *joint venture* in stallo la possibilità di determinare la valorizzazione della società e di comunicarlo all'altro socio, il quale deve scegliere se vendere la propria partecipazione o acquistare quella dell'offerente al prezzo comunicatogli.

Tutte queste quattro clausole (determinazione convenzionale del valore di recesso, *drag-along*, *liquidation preferences* e *russian roulette*) sono state elaborate dalla prassi per far fronte ai già segnalati problemi di asimmetria informativa, incertezza contrattuale e, soprattutto,

¹¹ Per una completa ricostruzione dello stato dell'arte v. N. DE LUCA, *Vengo anch'io: no, tu no. Tre lustri di clausole di accodamento e trascinamento*, in corso di pubblicazione in AGE, in part. 5 ss. del manoscritto che è stato consultato per la cortesia dell'A.

¹² Esplicito il parallelo con i problemi sollevati dal divieto di p.l. (la cui *ratio*, v. § 4, è ricondotta dalla dottrina e giurisprudenza maggioritarie alla necessità di evitare fenomeni abusivi) in N. DE LUCA, *Dal socio leone all'agnello sacrificale? Considerazioni sulla clausola di recesso a prezzo predefinito*, nota a Trib. Roma, 15 gennaio 2020, in corso di pubblicazione in Banca, borsa, tit. cred., il cui manoscritto è stato consultato per cortesia dell'A., 16 del manoscritto.

opportunità. In particolare, *drag-along* e *liquidation preferences* sono usualmente contenute negli accordi di VC.

Come è noto, però, le risposte che possono ad oggi dirsi prevalenti in tema di applicazione a tali clausole del principio di equa valorizzazione sono alquanto differenziate. Per la determinazione convenzionale del recesso e per la clausola di *drag-along* è infatti ampiamente condivisa, salvo rare eccezioni¹³, la necessità di rispettare il principio di equa valorizzazione proprio al fine di evitare un approfittamento della società o del socio trascicante¹⁴. Tale conclusione è da alcuni temperata, nei suoi esiti pratici, dalla necessità di tener conto di tutti i diritti connessi alla partecipazione, nel loro reciproco intersecarsi con quelli attribuiti agli altri soci o categorie di partecipazione¹⁵. Non altrettanto, invece, può dirsi per la clausola di *russian roulette*, in cui la possibilità di approfittamento, con conseguente necessità di rispettare un *floor* minimo di valorizzazione, è stata esclusa

¹³ Cfr. Lodo Arbitrale 29 luglio 2008, Arbitro Unico Prof. A. Mazzoni, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, II, 493 ss., con nota critica di C.F. GIAMPAOLINO, *Clausola di co-vendita (drag-along) ed "equa" valorizzazione dell'azione* e A. MAZZONI, *Patti di covendita e doveri fiduciari*, in A. CRIVELLARO (a cura di), *Trasferimenti di partecipazioni azionarie*, Milano, Giuffrè, 2017, 211 ss., nel senso della correttezza di applicare la disciplina del mandato *in rem propriam*, con conseguente divieto per il socio trascicante di conseguire vantaggi sproporzionati in violazione del dovere generale di buona fede. Sulla scia v. P. AGSTNER – A. CAPIZZI – P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital*, cit., 440, nel senso che non può definirsi abusivo il comportamento del socio trascicante che, al fine di liquidare il proprio investimento, decida, trasparentemente rispetto all'iniziale programma di investimento, di liquidarlo a un importo anche inferiore rispetto al valore ipoteticamente realizzabile in una prospettiva temporale più ampia. Analogamente C.A. NIGRO-J.R. STAHL, *Venture Capital-Backed Firms, Unavoidable Value-Destroying Trade Sales, and Fair Value Protections*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2021, 39 ss.

¹⁴ Quanto al recesso v. i riferimenti in P. AGSTNER – A. CAPIZZI – P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital*, cit., 435-436, nt. 293-295, cui *adde* Trib. Roma, 15 gennaio 2020, in *Foro it.*, 2020, I, 1802 ss., con osservazioni di R. CROCE, in corso di pubblicazione in *Banca, borsa, tit. cred.*, con nota di N. DE LUCA, *Dal socio leone all'agnello sacrificale? Considerazioni sulla clausola di recesso a prezzo predefinito*, che ha dichiarato invalida per contrarietà alla norma imperativa dell'art. 2437-ter c.c. una clausola che prevedeva quale criterio per la determinazione del valore di recesso l'esclusivo riferimento al loro valore nominale.

¹⁵ Sul punto v. P. AGSTNER – A. CAPIZZI – P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital*, cit., 438. Sulle difficoltà che insorgono nella valorizzazione dei singoli diritti attribuiti ad una partecipazione v. A. CAPIZZI, *Operazioni straordinarie e tutela degli investitori. Tra rimedi compensativi e rimedi ostativi*, Torino, Giappichelli, 2018, 118-119 e, da ultimo, Cass., 20 aprile 2020, n. 7920, in *Foro it.*, 2020, I, 1910 ss., con nota di N. DE LUCA, *Fusione, concambio e sorte delle azioni di risparmio*, in *Società*, 2020, 1078, con nota di M.S. SPOLIDORO, *Concambio nella fusione per incorporazione tra società per azioni e azioni di risparmio*, M. MAUGERI, *Rapporto di cambio e categorie di azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2021, I, 72 ss.

proprio in ragione della bilateralità del procedimento di acquisto/vendita che, analogamente alla combinazione tra *drag-along* e clausola di prelazione, consentirebbe di escludere una situazione di soggezione e, quindi, la possibilità che si verifichi un abuso¹⁶. Non si riscontrano, invece, prese di posizioni sulle *liquidation preferences*, anche se in questo caso si può fondatamente escludere si verifichino problemi di equa valorizzazione, risolvendosi tali pattuizioni nella mera ripartizione del ricavato dalla liquidazione dell'investimento¹⁷.

4. Clausole put a prezzo predefinito e divieto del patto leonino applicato alle società di capitali

Con le opzioni di vendita (o *put*) a prezzo predefinito il beneficiario si garantisce una più o meno intensa immunità dalle perdite e un rendimento minimo garantito dell'investimento effettuato. La esigenza di disinvestimento ad esse sottese è quindi pienamente iscrivibile nella logica del VC sopra descritta. La validità di tali clausole in relazione al divieto di patto leonino di cui all'art. 2265 c.c. è però al centro di un intenso dibattito in giurisprudenza e dottrina, di volta in volta sollecitato dall'emergere nella prassi degli affari di nuove forme di finanziamento dell'impresa esercitata in forma di società di capitali, che ad oggi non può dirsi abbia trovato una definitiva sistemazione. Il divieto di patto leonino, inoltre, costituisce un vero e proprio convitato di pietra nei dibattiti circa la validità di altre clausole tipiche della prassi VC quali, ad esempio, quelle antidilutive¹⁸,

¹⁶ Quantomeno nell'ambito delle uniche due decisioni edite, v. Trib. Roma, 19 ottobre 2017, in *Società*, 2018, 434 ss., con nota di P. DIVIZIA, *Patto parasociale di russian roulette*; in *Notariato*, 2018, 301 ss., con nota di E. MAZZOLETTI, *Valida la «russian roulette clause»*; in *Giur. it.*, 2018, 1136 ss., con nota di M. TABELLINI, *La clausola parasociale della roulette russa al vaglio della giurisprudenza*; in *Riv. dir. soc.*, 2018, 617, con nota di A. BERNARDI, *La validità della clausola antistallo del tipo «roulette russa»*; in *Riv. notarile*, 2018, 86 ss., con nota di A. LETO, *La validità della clausola della «roulette russa»*; in *Giur. comm.*, 2019, II, 861 ss., con nota di B. SCIANNACA, *Russian roulette clause, confermata da App. Roma, 3.2.2020*, in *Foro it.*, 2020, I, 1383 ss., con nota redazionale di A. CAPIZZI (ove si esclude che dette clausole violino il principio dell'equa valorizzazione dato che «l'esistenza del potere di scelta per l'oblato tra vendere o comprare nella *russian roulette clause*, al prezzo da altri determinato, comporta una situazione giuridica diversa rispetto a chi è meramente soggetto all'altrui diritto potestativo "puro" di riscatto»).

¹⁷ V. P. AGSTNER – A. CAPIZZI – P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital*, cit., 437.

¹⁸ Cfr. P. AGSTNER-A. CAPIZZI-P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital*, cit., 422.

quelle di attribuzione di particolari diritti di exit al finanziatore¹⁹, quelle di liquidazione preferenziale²⁰.

Da un lato vi è la Cassazione che, in contrasto (seppur velato) con i propri precedenti²¹, ha recentemente ammesso la loro (tendenziale) validità²², all'esito del seguente percorso argomentativo: *i*) il divieto di p.l., seppur espressamente dettato dall'art. 2265 c.c. per la sola società semplice (e quindi applicabile, in virtù degli art. 2293 e 2315 c.c., anche alla s.n.c. e

¹⁹ *Ivi*, 427 e, in generale, 429 ss.

²⁰ *Ivi*, 438 ss.

²¹ V. Cass. 29 ottobre 1994, n. 8927, in *Foro it.*, Rep. 1995, voce *Società*, n. 554, in *Notariato*, 1993, 244 ss., con nota adesiva di U. LA PORTA, *Patti parasociali e patto leonino*, in *Società*, 1995, 178 ss., con nota adesiva di D. BATTI, *Il patto leonino nell'ambito di partecipazioni a scopo di finanziamento*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1995, I, 1161 ss., con nota di adesiva C. TEDESCHI, *Sul divieto di patto leonino*, in *Giur. comm.*, 1995, II, 478 ss., con nota parzialmente critica (con riferimento al trattamento delle pattuizioni parasociali, valide se perseguenti un interesse meritevole ex art. 1322 c.c.) di A. CIAFFI, *Finanziaria regionale e patto leonino*, nonché occasione del saggio di R. SANTAGATA, *Patti di retrocessione a prezzo garantito e divieto del patto leonino*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, 54 ss., che ha ritenuto valido un patto parasociale che permetteva a una finanziaria regionale che aveva sottoscritto una quota minoritaria di capitale in una s.p.a. di ottenere il riacquisto della propria partecipazione da parte degli altri soci, al valore nominale maggiorato di un interesse fisso, nell'ipotesi in cui, alternativamente, non fossero stati effettuati gli investimenti previsti, non fossero stati assunti un certo numero di lavoratori, non fosse stato raggiunto il fatturato previsto; ciò in quanto, sulla base delle argomentazioni richiamate di seguito nel testo *sub i*), *ii*) e *iii*), era necessario appurare se la clausola in esame, subordinando la facoltà di esercitare l'opzione *put* a determinate condizioni, escludesse o meno in concreto il socio beneficiario dalle perdite e dagli utili in maniera "assoluta e costante". Le affermazioni di principio di quest'ultima decisione sono state riprese da Cass. 21 gennaio 2000, n. 642, in *Foro it.*, Rep. 2000, voce *cit.*, n. 794, in *Società*, 2000, 697 ss., con nota di FANTI, *Natura e portata del divieto di patto leonino*, che ha ritenuto valida una pattuizione che escludeva un socio d'opera di società semplice dagli utili e dalle perdite, in quanto bilanciata dall'esonero dello stesso socio anche dall'obbligo di sopperire al fabbisogno finanziario della società, posto a carico esclusivo dei soci di capitale in proporzione delle loro quote.

²² Cass., 4 luglio 2018, n. 17498, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, II, 70 ss., con nota parzialmente critica di N. DE LUCA, *Il socio "leone". Il revirement della Cassazione su opzioni put a prezzo definito e divieto del patto leonino*; in *Notariato*, 2018, 635 ss., 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 *Società*, 2019, 13 ss., con nota di A. BUSANI, *È valida l'opzione put utile ad attrarre capitale di rischio*; in *Giur. it.*, 2019, 366 ss., con nota di A. PETRUZZI, *Opzioni put & call, finanziamento partecipativo e divieto del patto leonino*; in *Giur. comm.*, 2019, II, 285 ss., con nota di M. L. PASSADOR, *Hic non sunt leones: la liceità dei patti parasociali di finanziamento partecipativo*, oltre che occasione dell'ampio saggio critico sul punto di M. SPOLIDORO, *Clausole put e divieto di società leonina*, in *Riv. soc.*, 2018, 1285 ss. La Cassazione ha poi confermato tale orientamento con le stringatissime motivazioni di Cass. 21 ottobre 2019, n. 26774, *Il Foro Plus*, e Cass. 21 ottobre 2020, n. 22960, *ivi*.

alla s.a.s.), si applicherebbe in via interpretativa (quale norma c.d. "transtipica") a tutti i tipi sociali, anche se di capitali; *ii*) il risultato che precede si imporrebbe poiché il divieto di p.l. sarebbe connaturato alla (anzi, è addirittura volto a "preservare la purezza" della) "causa tipica" del contratto di società stabilita dall'art. 2247 c.c., e ciò al fine di tutelare un "generale interesse alla corretta amministrazione delle società", che potrebbe essere intaccato dal (possibile) disinteresse del socio "leone" alla proficua gestione dell'impresa sociale o, addirittura, (dal possibile) compimento di attività "avventate" o "non corrette"; *iii*) conseguentemente, sarebbero fulminati da nullità tutti i patti che, in via diretta (art. 1418 c.c.) o indiretta (art. 1344 c.c.), prevedano un "conferimento di capitale non collegato allo scopo di cooperare all'attività economica cui è volta l'impresa societaria condividendone gli esiti, pur se avente eventualmente altri fini"; *iv*) ciò nonostante, l'opzione parasociale *put* a prezzo predefinito, a livello di causa concreta comporta un "trasferimento del rischio puramente interno fra un socio e un altro socio o un terzo", pertanto non incidendo sulla causa della società (cioè non mutandola da associativa a mero scambio) e, così, non comportando (né direttamente né indirettamente) quella esclusione "assoluta e costante" dalle perdite del socio beneficiario, ritenuta necessaria per la configurazione del patto vietato e quindi nullo; *v*) in ogni caso il patto in questione, in quanto atipico, dovrebbe essere sottoposto al giudizio di meritevolezza degli interessi perseguiti *ex art.* 1322, 2° comma, c.c. che, peraltro, "quando si tratti di soggetti entrambi imprenditori ... non può che essere del tutto residuale"; *vi*) la causa concreta del patto di opzione *put* a prezzo predefinito, di "partecipazione a scopo di finanziamento", oltre ad essere lecita (rispetto all'art. 2265 c.c.), sarebbe allora anche meritevole di tutela (rispetto all'art. 1322 c.c.), essendo il "finanziamento partecipativo correlato ad un'operazione strategica di potenziamento ed incremento del valore societario [che] potrebbe addirittura reputarsi di interesse latamente generale, in quanto operazione coerente con i fini d'incentivazione economica perseguiti dal legislatore, quale strumento efficiente della finanza d'impresa", ciò a maggior ragione alla luce: *a*) della sempre più evidente crisi del nesso "potere-rischio" nella legislazione societaria più recente, espressiva di "uno sviluppo e di una linea di tendenza dell'ordinamento che non pare corretto ignorare quale canone generale ricostruttivo del sistema"; *b*) del "favor del diritto positivo per le tecniche

anche atipiche di apporto all'impresa", da ultimo anche esteso alla s.r.l. (start-up innovativa, P.M.I. innovativa e P.M.I.).

Dall'altro lato, alcune decisioni milanesi successive al 2018 hanno esplicitamente disatteso l'orientamento di legittimità, ritenendo impossibile affermare la validità delle clausole *put* a prezzo predefinito qualora si accompagnino con l'attribuzione al beneficiario di un effettivo potere di gestione dell'impresa sociale²³. Più in particolare, tali decisioni, pur condividendo tutte le affermazioni di principio sopra riportate *sub i), ii), iii)* e *v)*, non ritengono in primo luogo logicamente fondata quella *sub iv)* (cioè che l'opzione *put* non incide sulla causa societaria, ma comporta un mero trasferimento del rischio d'impresa tra i soci) che si risolverebbe, peraltro in modo eccentrico rispetto alla configurazione della fattispecie del negozio in frode alla legge data dalla stessa giurisprudenza di legittimità in altri ambiti, quali quello del divieto di patto commissorio di cui all'art. 2744

²³ V. Trib. Milano, 23 luglio 2020, in *Foro it.*, 2021, I, 1093 ss., con nota redazionale di A. CAPIZZI. La decisione conferma invero un orientamento già ben radicato nella giurisprudenza del Tribunale e della Corte d'Appello di Milano, v. infatti Trib. Milano 31 dicembre 2011, *Foro it.*, Rep. 2012, voce Società, n. 524, che giudicò nulla una clausola *put* che non prevedeva limiti temporali o condizioni per l'esercizio dell'opzione; in *Società*, 2012, 1158, con nota critica di A.M. PERRINO, *Patti parasociali di finanziamento partecipativo e divieto di patto leonino*; in *Giur. comm.*, 2012, II, 729 ss., con nota adesiva di F. DELFINI, *Opzioni put con prezzo determinato "a consuntivo", arbitraggio della parte e nullità*, che (*ibidem*, 745 ss.) nella fattispecie in esame ventila la possibilità di una violazione del divieto di patto commissorio o, addirittura, per il caso di esercizio dell'opzione quando la società sia divenuta insolvente, di un'impossibilità sopravvenuta dell'oggetto della vendita; in *Riv. dir. comm.*, 2012, II, 233, con nota critica di A. TUCCI, *Patto di riacquisto di azioni «a prezzo garantito» e patto leonino*; in *Riv. dir. soc.*, 2013, 64 ss., con nota (apparentemente) critica di A. SORACE, *Opzioni put e divieto del patto leonino*; V. App. Milano, 17 settembre 2014, in *Foro it.*, Rep. 2015, voce Società, n. 536, in *Società*, 2015, 555 ss., con nota critica di E. BONAVERA, *Partecipazione a scopo di finanziamento tra patto leonino e patto commissorio*, a giudizio del quale non è condivisibile l'approccio "per cui l'interesse meritevole di tutela debba riguardare quello collettivo dell'impresa, la quale si pone quale soggetto terzo rispetto alla pattuizione *put*", in *Giur. it.*, 2015, 898 ss., con osservazioni di F. RIGANTI, in *Contratti*, 2015, 999, ma con data 20 ottobre 2014, con nota adesiva di C. PALOMBA, *Opzione put e patto parasociale leonino: profili ermeneutici.*; App. Milano 19 febbraio 2016, *Foro it.*, Rep. 2016, voce cit., n. 780, in *Società*, 2016, 692 ss., con nota critica di A.M. PERRINO, *Autonomia, liceità e meritevolezza dei patti di parasociali di finanziamento partecipativo*, in *Giur. it.*, 2016, 1652, con osservazioni di A. PETRUZZI, *Brevi note in tema di clausole di put & call a prezzo predefinito rispetto al divieto del patto leonino*, in *Notariato*, 2016, 489, con nota critica di E. MAZZOLETTI, *Put option e patto leonino: un divieto ancora attuale?* (che ha confermato Trib. Milano 31 dicembre 2011, cit. ed è stata poi riformata da Cass. 4 luglio 2018, cit.); App. Milano 3 febbraio 2020, *ForoPlus*, e in *Società*, 2020, 1355, con nota critica di M.S. SPOLIDORO, *Opzione put e patto leonino: le incertezze non sono (ancora) finite.*

c.c.²⁴, “nella negazione della configurabilità di un effetto leonino indiretto, configurabilità affermata invece [dalla Cassazione] in via generale nella prima parte della motivazione in riferimento alla disciplina di cui all’art. 1344 c.c.”. Non è condivisa nemmeno l’affermazione *sub vi*) (cioè quella sulla meritevolezza della causa in concreto della clausola in esame), non reputandosi meritevole di tutela il “mero intento – di per sé sotteso alle opzioni *put* a prezzo predeterminato – di reperire ed erogare un finanziamento svincolato dal rischio d’impresa”. Tutto ciò senza che possano essere evocati a sostegno della diversa tesi: né la progressiva diluizione del nesso “potere-rischio” nel diritto societario, che non avrebbe comunque inciso “sulla struttura fondamentale del rapporto sociale [...] in riferimento alla messa in comune di patrimoni per lo svolgimento di attività economica della quale si sopportano simmetricamente i rischi e, dunque, si è interessati alla miglior conduzione”; né l’apertura di nuove tecniche di finanziamento tipicamente “azionarie” anche alla s.r.l., che continuerebbe ad essere caratterizzata da una struttura fortemente personalistica, sicché nel tipo s.r.l. sarebbe ancor più rilevante l’interesse, obliterato dalla pattuizione leonina, “della società ad essere gestita mediante il contributo e l’apporto di ogni socio, nessuno escluso, ai fini del suo buon governo”²⁵.

Il punto dell’ampio dibattito sotteso alle due diverse impostazioni può, in funzione degli scopi del presente lavoro, essere ricondotto ai motivi adottati dall’opinione assolutamente dominante a sostegno dell’affermazione, rinvenibile nel solo ordinamento francese²⁶, della

²⁴ V. Cass. 19 maggio 2004, n. 9466, in *Foro it.*, Rep. 2004, voce *Patto commissorio*, n. 6; *Contratti*, 2004, 979, con nota di L. Cilia, *Divieto del patto commissario e negozi collegati*; in *Riv. dir. civ.*, 2006, II, 509, con nota di M.V. VERDI, *Patto commissorio e collegamento negoziale*, e Cass. 5 marzo 2010 n. 5426, *Foro it.*, Rep. 2010, voce cit., n. 4.

²⁵ V. App. Milano, 17 settembre 2014, in *Foro it.*, Rep. 2015, voce *Società*, n. 536, in *Società*, 2015, 555 ss., con nota critica di E. BONAVERA, *Partecipazione a scopo di finanziamento tra patto leonino e patto commissorio*, a giudizio del quale non è condivisibile l’approccio “per cui l’interesse meritevole di tutela debba riguardare quello collettivo dell’impresa, la quale si pone quale soggetto terzo rispetto alla pattuizione *put*”, in *Giur. it.*, 2015, 898 ss., con osservazioni di F. RIGANTI, in *Contratti*, 2015, 999, ma con data 20 ottobre 2014, con nota adesiva di C. PALOMBA, *Opzione put e patto parasociale leonino: profili ermeneutici*.

²⁶ Per una panoramica generale v. da ultimo G. TERRANOVA, *Il divieto di patto leonino: un’analisi comparata alla luce della recente riforma del diritto belga*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 811 ss.; M.L. PASSADOR, *Hic non sunt leones*, cit., 295 ss.; v. inoltre K.M. HINGST, *Die societates leonina in der europäischen Privatrechtsgeschichte*, Berlin, 2003 e l’ulteriore dottrina citata da C. ANGELICI, *Fra “mercato” e “società”: a proposito di venture capital e drag along*,

necessità di estendere analogicamente la norma dell'art. 2265 c.c., dettata per le sole società di persone, alle società di capitali. Tale affermazione, e i corollari applicativi che ne conseguono, è però frutto di un peculiare processo di evoluzione delle idee, che conviene per sommi capi ricostruire.

E' stato solo a partire dalla seconda metà del secolo scorso, infatti, che è stata messa in discussione l'opinione tradizionale secondo la quale solo la partecipazione agli utili fosse coesistente alla causa delle società (di persone), mentre il divieto di esonero dalle perdite avrebbe risposto a ragioni di stampo morale e politico, figlie del divieto canonico dell'usura, e quindi sarebbe stato insuscettibile di estensione analogica alle società di capitali²⁷. Questa ricostruzione non a caso si affermò in coincidenza con la

in *Dir. banca merc. fin.*, 2011, 23 ss. (e anche in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, 181 ss.), 203, nt. 53.

²⁷ In giurisprudenza v. App. Genova, 11 agosto 1914, in *Foro it.*, Rep. 1914, voce Società, n. 72, e in *Riv. dir. comm.*, 1915, II, 291 ss., con nota di A. SRAFFA, poi confermata da Cass. Torino, 4 giugno 1915, in *Foro it.*, Rep. 1915, voce Società, n. 50 e occasione del breve saggio critico di A. SRAFFA, *Patto leonino e nullità del contratto sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 1915, I, 956 ss., che, ritenendo che il divieto di esonero dalle perdite fosse di "diritto singolare" e quindi non estensibile oltre la lettera della norma, giudicò in base ad esso nullo il patto stipulato in una s.a.s. che, in caso di liquidazione, obbligava gli accomandatari a tenere indenni gli accomandanti sino al valore nominale della quota sottoscritta, obbligazione garantita dal privilegio sulle quote degli stessi accomandatari. V. inoltre Trib. Roma, 8 giugno 1922, in *Foro it.*, Rep. 1922, voce cit., n. 102, e in *Riv. dir. comm.*, 1922, II, 602, con nota adesiva di U. NAVARRINI, *In materia di società leonina* (che era anche il legale della parte vittoriosa), che aveva dichiarato nulla un'anonima il cui statuto, nel prevedere l'emissione di azioni privilegiate e ordinarie ("comuni"), stabiliva che in ipotesi di riduzione del capitale occorso nei primi cinque anni di attività della società le azioni ordinarie, che non avrebbero avuto diritto di voto su tale deliberazione, avrebbero integralmente sopportato la riduzione fino a una certa somma (pari al loro valore nominale). Trib. Roma, 8 giugno 1922, cit., fu poi riformata integralmente da App. Roma, 9 gennaio 1923, in *Foro it.*, 1923, I, 100, la quale - individuato il fondamento del divieto di esenzione dalle perdite in ragioni etiche proprie del diritto canonico, non conosciuto dal diritto romano (che prevedeva solo l'ipotesi dell'attribuzione esclusiva dei guadagni a uno o più soci e, invece, consentiva l'esonero dalle perdite di uno o più soci, v. ULPiano, L. 29 § 1, Dig. *pro socio*, XVII, 2 e, per la sua condivisa interpretazione, B. WINDSCHEID, *Pandette*, Torino, 1902, II, § 205 e nt. 17, sul punto v. l'accurata ricostruzione storiografica di N. ABRIANI, *Il divieto di patto leonino*, Milano, 1994, 1-8), poi sviluppatosi senza che fosse "chiaramente delimitato, onde nella pratica, per l'azione delle dottrine del tempo sulle obbligazioni contrattuali, informate a criteri di ordine etico, venne assumendo tale elasticità da comprendere qualsiasi contratto sociale in cui si annidassero, comunque, patti usurari" (peraltro con eccezioni, v. J. DOMAT, *Les loix civiles dans leur ordre naturel*, Parigi, 1694, I, tit. VIII, seg. I, n. 9), per poi passare "sospinto dalla tradizione" nelle codificazioni ottocentesche - osservava, con parole di notevole attualità, che il divieto di p.l. "passò in contrasto col sistema del diritto positivo delle obbligazioni, il quale lascia ai contraenti larga libertà di provvedere ai propri interessi, e in

contrasto specialmente con lo spirito di associazione dei nuovi tempi, a tendenza spiccatamente economica, che mal si adatta alle limitazioni della libertà di contrattare”, sicché esso doveva essere “ristretto e nettamente delimitato” alla assoluta e incondizionata esclusione da guadagni o esclusione dalle perdite, osservando a commento finale che patti di tal fatta si rivelano “ragionevoli e giust[i], sol che si ponga mente a ciò che l’esperienza insegna, vale a dire che sono purtroppo frequenti i casi nei quali la costituzione di una società anonima promossa allo scopo di apportare un’azienda commerciale e industriale si risolve, in buona sostanza, nel salvataggio del concessionario dell’azienda medesima e nel danno degli incauti sovventori”. App. Roma, 9 gennaio 1923, cit., fu infine confermata da Cass. 5 novembre 1923, *id.*, 1923, I, 1025 ss. (in cui i proff. Navarrini e Sraffa erano gli avvocati dei ricorrenti, soccombenti), negando la riconducibilità al divieto di patto leonino di una clausola statutaria che prevedesse l’attribuzione ai soci privilegiati di un’anonima, per un determinato periodo di tempo, di tutti gli utili conseguiti, in quanto non avente “carattere assoluto e incondizionato”. V. inoltre Cass. 29 luglio 1930, *id.*, Rep. 1930, voce cit., n. 58-58 *ter*, e Cass. 15 maggio 1931, *id.*, Rep. 1931, voce cit., n. 145., che giudicarono esclusi dal divieto di patto leonino i patti con il quale si conveniva il pagamento in favore di un socio che aveva conferito il godimento di un immobile (una tenuta agricola): da parte di un altro socio, di un utile minimo annuo, al netto di tutte le spese e dello stesso canone di fitto (Cass. 29 luglio 1930); da parte della società conferitaria, di un canone annuo di locazione, indipendentemente dal conseguimento di utili (Cass. 15 maggio 1931, cit.); entrambe le decisioni furono pubblicate in *Riv. dir. comm.*, 1932, II, 138 ss., con nota critica di P. GRECO, *Garanzie di utili e retribuzione di apporti nel contratto di società*. Sempre nel senso della validità del divieto di esenzione dalle perdite v. Cass. 14 giugno 1939, n. 2029, in *Foro it.*, 1940, I, 94 ss. e 647, con nota critica sul punto di A. ARENA, *Patto leonino e autonoma convenzione di esonero dalle perdite*, secondo il quale l’accordo sarebbe stato nullo non per violazione del divieto di patto leonino ma per assenza di causa (in quanto autonomo), in *Dir. e prat. comm.*, 1940, II, 165, con nota adesiva di N. GASPERONI, *Convenzioni di esonero dalle perdite e titoli azionari*, in *Giur. comp. dir. comm.*, 1941, 117, con osservazioni adesive di A. GRAZIANI, *Patto leonino e contratto di garanzia* (anche in *ID.*, *Studi di dir. civ. e comm.*, Napoli, 1952, 189), che reputò valido il patto parasociale con il quale tutti i soci di una anonima, successivamente ad un aumento di capitale sottoscritto da un terzo, avevano garantito di tenerlo indenne dai risultati della gestione sociale, poiché l’allora vigente art. 1719 c.c. “colpisce di nullità il cosiddetto patto leonino soltanto nei riflessi della società e dei soci, inquantoché l’attribuzione della totalità dei guadagni ad un socio o l’esonero di uno o più soci da qualunque contributo nelle perdite contrastano addirittura con l’essenza del contratto di società e rendono incensurabile la sussistenza di una società per mancanza dei suoi propri fini ed obbiettivi”; nello stesso senso (con la particolarità che, nel caso di specie, l’azionista entrante era già creditore della società, in profondo dissesto finanziario) v. Cass. 30 maggio 1941, n. 1618, in *Foro it.*, Rep. 1941, voce cit., n. 89, in *Dir. fall.*, 1941, II, 381 ss., in *Dir. prat. comm.*, 1942, II, 33, in *Riv. dir. comm.*, 1942, II, 305 ss., con nota aspramente critica di L. LORDI, *Patto leonino: garanzia di soci che esonerano un altro socio dalle perdite*; Trib. Roma 2 marzo 1949, in *Dir. fall.*, 1949, II, 119 ss., con nota redazionale di PAZZAGLIA, per un’ipotesi di patto leonino stipulato a livello statutario.

In dottrina v. A. SRAFFA, nota critica a App. Genova, 11 agosto 1914, cit., secondo il quale il divieto di esenzione dalle perdite, in quanto ispirato da ragioni di ordine pubblico, sarebbe stato suscettibile di interpretazione estensiva; v. però *ID.*, *Patto leonino e nullità del contratto sociale*, cit., ove l’A. (commentando Cass. Torino, 4 giugno 1915, cit., che aveva confermato la decisione d’appello genovese) mutò parzialmente il proprio orientamento, ammettendo che l’esenzione dalle perdite fosse conseguenza (lecita) di una

grande crisi economica successiva al primo conflitto mondiale e si consolidò successivamente alla ancor più profonda crisi economica del 1929, quando l'esigenza di supportare imprese in crisi tramite canali diversi da quello bancario (spesso di matrice statale) reclamava nuovi e più raffinati strumenti di finanziamento. Tale atteggiamento permissivo iniziò però ad entrare in crisi con la progressiva bancarizzazione dei canali di finanziamento delle imprese²⁸, quando, non a caso, dottrina e giurisprudenza iniziarono a ricondurre entrambi i divieti (di esenzione dagli utili e dalle perdite) ad una comune giustificazione, variamente individuata vuoi in un generale principio di equivalenza delle prestazioni²⁹,

donazione, così configurandosi una causa mista; C. VIVANTE, *Trattato*, 5^a ed., Milano, 1929, II, n. 325 *bis*, ove una ricca casistica delle stipulazioni volte ad attribuire particolari vantaggi ai soci; A. GRAZIANI, *Patto leonino e contratto di garanzia*, cit., 121, che, commentando adesivamente Cass. 14 giugno 1939, cit., osservava che nel sistema "il principio della difesa del contraente più debole non costituisce norma generale, sibbene è limitato a particolari casi specificamente enunciati, [sicché] non possono le disposizioni di tal genere avere applicazioni estensiva"; ID., *Diritto delle società*, Napoli, 1963, 71; N. GASPERONI, *Convenzioni di esonero dalle perdite*, cit., 169 e autori citati alla nt. 1, anch'esso nel senso della validità della pattuizione parasociale; G. FERRI, *Le società*, in *Trattato di dir. civ. it.* diretto da F. VASSALLI, X, Torino, 1971, 22.

Particolare la posizione di P. GRECO, *Garanzie di utili*, cit., 143 ss., il quale osservava come l'applicazione del divieto di p.l. "non deve tuttavia disconoscere le reali esigenze della vita economica che portano a differenziare il valore degli uomini e quello dei beni che posseggono ... [così che] non v'è ragione di negare nei contratti associativi la prevalenza di chi detiene i beni o servizi produttivi più efficienti ... Questa realtà economica spiega come, malgrado qualunque astrazione, il persistente e diffuso fenomeno della diversità di trattamento dei soci, spinta talvolta fino a rasentare il divieto del patto leonino, abbia spesso trovato presso i giuristi un'accoglienza favorevole, giustificata con teoriche ingegnose, ma non sempre immuni da artificio"; fatta questa premessa il Greco, argomentando dalla contrapposizione tra contratti "di produzione" (quelli sociali) e "di scambio", riteneva impossibile "che quel carattere tipico del contratto di scambio, che è il carattere commutativo, per cui il compenso della prestazione di un contraente risiede e si esaurisce nella prestazione dell'altro, si compenetri col contratto di società", sicché "la prestazione di un socio, quando risulti *voluta e convenuta a titolo di apporto o conferimento sociale*, non può, senza contraddire ad un requisito tipico del contratto di società, trovare il suo compenso in controprestazioni di altri soci" (*ibidem*, 146, enfasi nel testo), però poi salvandone la liceità mercé una riqualificazione parziale del conferimento come contratto di scambio (*ibidem*, 147).

²⁸ Cfr. V. CASTRONOVO, *Storica economica d'Italia*, Torino, Einaudi, 2013.

²⁹ Cfr. T. ASCARELLI, *Appunti di diritto commerciale. Parte generale e le società commerciali*, Roma, 1933, 158 e, sulla scia, L. LORDI, *Patto leonino*, cit., 308, secondo il quale, la *ratio* di entrambi i divieti è da ricercarsi nel generale principio di "equivalenza delle prestazioni" e, quindi, «il patto leonino è vietato *perché contrario all'essenza del contratto di società*, perché distrugge quella specie di *fratellanza* che v'è fra soci» (enfasi nel testo); analogamente Cass.

vuoi nella necessaria corrispondenza tra potere e rischio conseguente all'esercizio in comune dell'attività d'impresa³⁰. Fu però solo nel 1959 che Ernesto Simonetto³¹, con ricostruzione ad oggi ampiamente condivisa³², ricondusse il divieto di esenzione dalle perdite non alla riprovazione dell'usura³³, quanto a "ragioni di politica economica"³⁴, individuate a loro volta in ciò, che il socio esentato dalle perdite ma ammesso a concorrere, in assemblea, alla formazione della volontà dei soci "sarebbe in un permanente conflitto di interessi rispetto a coloro che possono sia *perdere* sia guadagnare ... che importa (penserebbe il socio escluso dalle perdite) se altri arrischia se noi guadagneremo di più, in caso di buona fortuna, mentre

31 luglio 1952, n. 2449, *Foro it.*, 1952, I, 1506, seppure dettata in tema di associazione in partecipazione;

³⁰ Cfr. G.G. AULETTA, *Il contratto di società commerciale*, Milano, 1937, 170 ss., il quale argomentava dal concetto di comunione di scopo "che ogni legislatore ha tenuto presente nel regolare il rapporto di società [essendo] astrattamente anche concepibile che si richieda la comunanza di perdite, per riconoscere quella comunione d'interessi che giustifica la comunione di mezzi" e non giustificandosi altrimenti la rigorosa sanzione della nullità comminata per la violazione del divieto (dall'allora vigente art. 1719 c.c.), giacché nelle disposizioni legislative allora vigenti ispirate allo scopo di tutelare la parte più debole le conseguenze di una loro violazione erano assai diverse; ID., *Appunti di diritto commerciale*, Milano, 1946, 61; A. DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, 6^a ed., Torino, 1938, 19 ss., secondo il quale "tutti i soci partecipano potenzialmente alla gestione sociale - e quindi alla produzione degli utili e delle perdite - sì che debbono sottostare alle conseguenze di una tale gestione"; R. BOLAFFI, *La società semplice. Contributo alla teoria delle società di persone*, Milano, 147, 371; A. BRUNETTI, *Trattato del diritto delle società*, I, Milano, 1948, 216-217; L. MOSSA, *Trattato del nuovo diritto commerciale*, II, *Società commerciali personali*, Padova, 1951, 288-289; C. RUPERTO, *Delle società*, in *Commentario Ruperto-Torrente*, sub art. 2265, Torino, 1962, 138 ss.; P. GRECO, *Le società nel sistema legislativo italiano*, Torino, 1959, 101 ss.; Trib. Roma, 5 maggio 1960, in *Temi rom.*, 1960, 520 ss.; seppure in un *obiter dictum*, Cass. 22 giugno 1963, n. 1686, in *Foro it.*, Rep. 1963, voce *Società*, n. 101, in *Giust. civ.*, 1963, 2040 ss., in *Dir. fall.*, 1963, II, 658 ss., Cass. 29 dicembre 1966, n. 2972, in *Foro it.*, Rep. 1966, voce cit., n. 167, in *Dir. fall.*, 1967, II, 311.

³¹ E. SIMONETTO, *Responsabilità e garanzia nel diritto delle società*, Padova, 1959, 133 ss. La tesi fu ulteriormente sviluppata dall'A. in ID., *Società, contratto a prestazioni corrispettive e dividendo come frutto civile*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1962, I, 487 ss.; ID., *L'apporto nel contratto di società*, in *Riv. dir. civ.*, 1958, 1 ss.

³² Che, come fa notare N. ABRIANI, *Il divieto di patto leonino*, cit., 30 ss., si inserisce nel graduale processo di obiettivizzazione dell'istituto del divieto di p.l. registrato a partire dalla fine del XIX sec. in Francia ed Italia, all'esito del quale il suo fondamento venne "ricollegato all'esigenza di rendere partecipe il socio dei risultati economici della società, per far sì che egli abbia interesse a collaborare alla miglior conduzione degli affari sociali o, quanto meno, a vigilare su di essi".

³³ Argomentata dal confronto con l'istituto con la rescissione con lesione: *ivi*, 138.

³⁴ O "psicologico-pratiche, inerenti alla gestione alla tutela, indiretta ma indispensabile, dei terzi e dell'economia nazionale", *ibidem*.

non arrischiamo nulla?"³⁵. E' da quel momento che si andò sempre più consolidando l'opinione, come appena dimostrato all'origine frutto di un ragionamento consapevolmente ed espressamente gius-politico, che il divieto di p.l. integrerebbe la nozione di contratto di società, qualificando la partecipazione di ogni socio sia agli utili sia alle perdite come elemento essenziale del contratto di società³⁶.

L'opinione che ravvisava una comune *ratio* nei due divieti stabiliti dall'art. 2265 c.c. ha poi trovato notevole abbrivio, a cavallo tra gli anni '70 e '80 del secolo scorso, quando si ripresentò il tema³⁷, originato dall'intervento di c.d. "finanziarie regionali"³⁸ nel capitale di imprese private, della possibilità, nonostante il divieto di p.l. ed al di fuori di quanto stabilito dall'art. 1, 15° comma, l. 216/74 per le (sole) azioni di risparmio, di emettere azioni di s.p.a. (anche non quotate) dotate di tutti i diritti amministrativi ma privilegiate in sede di liquidazione e, *durante societate*, immuni dalla partecipazione alle perdite, destinate a scaricarsi prima sulle azioni ordinarie sino al loro complessivo ammontare³⁹. Il fenomeno delle

³⁵ *Ibidem*.

³⁶ Cfr. G. COTTINO, *La società per azioni*, voce del *Noviss. dig. it.*, Torino, 1971, § 11, sub 9; ID., *Diritto commerciale*, I, Padova, 1987, 142; F. FERRARA, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 1971, 235; M. GHIDINI, *Società personali*, Padova, 1972, 136; P. SPADA, *La tipicità delle società*, Padova, 1974, 157 ss., nt. 118, 176 ss., nt. 149, 182 ss., nt. 107, a giudizio del quale il divieto di p.l. sarebbe "causalmente espressivo"; ID., *Le azioni di risparmio*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, II, 585 ss., in part. 594 ss.; N. PIAZZA, *Patto leonino*, voce dell'*Enc. dir.*, XXXII, Milano, 1982, 526 ss., secondo il quale entrambi i divieti troverebbero la propria ragione nella stessa nozione di società, sicché le società che li prevedessero difetterebbero di causa; G. MARASÀ, *Le «società» senza scopo di lucro*, Milano, 1984, 135, a giudizio del quale il divieto di p.l. varrebbe a caratterizzare non tanto la causa del contratto di società, quanto la causa della singola prestazione conferimento; ID., *Le società. Società in generale*, Milano, 2000, 228 ss.; P. ABBADESSA, *Le disposizioni generali sulle società*, in *Trattato Rescigno*, 16, Torino, 1985, 34 ss., a giudizio del quale la necessità che ogni socio partecipi alle perdite consegue al concetto stesso di conferimento; A. GAMBINO, *Il principio di correttezza nelle società per azioni*, Milano, 1987, 171, a giudizio del quale il fatto che i soci esercitino l'attività "in comune" impone che in comune siano anche i costi che ne conseguono; C. ANGELICI, *Le azioni*, in *Comm. Schlesinger*, Milano, 1992, 19 ss., 32 ss., 62 ss., secondo il quale il divieto di p.l. costituisce un vero e proprio "limite esterno" all'autonomia concessa dall'art. 2348 c.c.

³⁷ Invero già affrontato da Trib. Roma 8 giugno 1922, cit., App. Roma 9 gennaio 1923, cit. e Cass. 5 novembre 1923, cit., la prima in senso negativo, le altre due in senso positivo.

³⁸ V. *supra* la nt. ...

³⁹ In giurisprudenza la questione, perlopiù geograficamente "veneto-friuliana", fu risolta nel senso della validità da Trib. Udine 10 aprile 1981 e 25 novembre 1981, in *Foro it.*, Rep. 1983, voce *Società*, n. 364 e 365, in *Giur. comm.*, 1982, II, 884 ss., con nota critica di L. GUGLIELMUCCI, *Le azioni postergate nelle perdite*, secondo il quale non è possibile desumere

finanziarie regionali fu peraltro regolato a livello legislativo nel 1991, con espresso obbligo di dismettere le partecipazioni assunte entro sette-otto anni⁴⁰, così “mimandosi” a livello legislativo quella che nell’ambiente del

un principio generale da una “tendenza legislativa” nel senso di compensare la privazione di diritti amministrativi con il riconoscimento di diritti patrimoniali (e viceversa) ma, ciò nonostante, la clausola avrebbe fatto emergere l’assoluta estraneità all’intento associativo dell’operazione “creditizia” posta in essere dal socio finanziatore, con conseguente sua nullità; Trib. Verona 9 febbraio 1989, in *Foro it.*, Rep. 1989, voce cit., n. 497, in *Società*, 1989, 738 ss., con nota di BONAVERA; Trib. Trieste 2 giugno 1994, in *Società*, 1995, 87 ss., con nota critica sul punto di R. RORDORF, *Azioni e quote di società postergate nella partecipazione alle perdite*; la questione fu poi all’origine della nota Cass., 29 ottobre 1994, cit.

In dottrina v., in *Giur. comm.*, 1979, I, 369 ss., i tre pareri (tutti nel senso dell’invalidità della clausola) di A. DALMARTELLO, *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, secondo il quale la clausola, oltre a non configurare un “diritto” della categoria di azioni ma della categoria di azionisti nei confronti di altra categoria, avrebbe violato il divieto di p.l., potendo comportare la totale estromissione degli azionisti ordinari; A. GAMBINO, *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, argomentando sia dal principio di parità di posizioni, derogato dall’(allora vigente) art. 2348, 2° comma, c.c. “con una normativa speciale, che pone solo dei limiti a quel canone, senza peraltro poterlo travolgere in quanto elemento essenziale dell’assetto di interessi societari previsto dal legislatore”, sia dal (ritenuto) imprescindibile nesso potere-rischio; P.G. JAEGER, *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, argomentando in base, oltre che alla violazione del divieto di p.l., all’essenzialità rispetto al fenomeno associativo della partecipazione alle perdite da parte dei soci e, *a contrario*, dal fatto che la medesima previsione per le azioni di risparmio era stata espressamente sanzionata dal citato art. 1, 15° comma, l. 216/74 che, nel privare gli azionisti di risparmio dal diritto di voto, confermava la connessione tra potere e rischio propria del sistema.

V. però, nel senso della validità, G. CASELLI, *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. comm.*, 1980, II, 682 ss., secondo il quale non si sarebbe verificata alcuna violazione del divieto di esclusione dalle perdite, non essendoci alcuna categoria in assoluto esclusa dalle perdite, peraltro non comprendendosi per quale motivo non si fosse mai dubitato della ammissibilità delle azioni con privilegio sugli utili che, in concreto e specularmente alla situazione analizzata, avrebbero potuto vedersi attribuiti tutti gli utili a scapito delle ordinarie, o di quelle privilegiate in sede di liquidazione, che potrebbero essere integralmente rimborsate a scapito di quelle ordinarie; F. TEDESCHI, *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, *ivi*, I, 832 ss., il quale individua la sostanza economica dell’operazione nell’esigenza della società di reperire fonti di finanziamento (di capitale) trovandosi, però, nella necessità di chiudere, per un determinato numero di esercizi, il proprio bilancio in passivo (ad es. per ingenti investimenti iniziali effettuati), argomentando la legittimità della clausola sia dal carattere non eccezionale ma confermativo della prassi dell’art. 1, 15° comma, l. 216/74 sia dalla previsione di azioni privilegiate in sede di liquidazione che “il codice consideri implicitamente valida una totale esclusione dalle perdite di alcuni dei soci, quando ciò sia determinato da clausole particolari che cercano di favorire la raccolta di capitali fra i risparmiatori”; N. ABRIANI, *Il divieto*, cit., 118 ss.

⁴⁰ V. la l. 5 ottobre 1991, n. 317 (“Interventi per l’innovazione e lo sviluppo delle piccole imprese”), che concede alle “Società finanziarie per l’innovazione e lo sviluppo” (S.F.I.S.),

VC è una mera (ma pressantissima) esigenza dei fondi che devono rendere conto ai loro investitori a scadenze prefissate⁴¹.

così come definite dall'art. 2, tutta una serie di agevolazioni; l'oggetto sociale di tali società deve essere, ai sensi dell'art. 2, 1° comma, esclusivamente "l'assunzione di partecipazioni *temporanee* al capitale di rischio di piccole imprese costituite in forma di società di capitali, che non possano comunque dar luogo alla determinazione delle condizioni di cui all'articolo 2359 del codice civile" (enfasi aggiunta). Ai sensi dell'art. 2, 4° comma, lett. e), l'art. 11 del D.M. 19 novembre 1992, n. 575 ha determinato "le modalità applicative del vincolo di temporaneità delle partecipazioni assunte", stabilendo che "le partecipazioni assunte devono essere dismesse entro *otto anni* dalla data di effettuazione del primo investimento partecipativo" (enfasi aggiunta), salvo deroga, di durata massima triennale, concessa dal Ministero dello Sviluppo Economico, sentita la Banca d'Italia, "nei casi in cui la dismissione delle partecipazioni entro il termine [predetto] possa arrecare grave pregiudizio alle S.F.I.S. o alle società partecipate". Analogamente, l'art. 6 del D.M. 11 novembre 1998, n. 491 ("Regolamento recante condizioni e modalità di concessione di anticipazioni finanziarie per l'acquisizione temporanea di partecipazioni di minoranza nel capitale di rischio di piccole e medie imprese"), emanato in attuazione dell'art. 2, 2° comma, d.l. 20 maggio 1993, n. 149, conv. con mod. l. 18 luglio 1993, ha stabilito che affinché le S.F.I.S. possano fruire da parte del Mediocredito Centrale di anticipazioni sui finanziamenti erogati, la durata della partecipazione non può avere durata inferiore a tre e superiore a sette anni, prorogabile per non più di tre anni, pena l'obbligo per la S.F.I.S. di restituire l'anticipazione ricevuta.

⁴¹ Cfr. C. ANGELICI, *Fra "mercato" e "società"*, cit.; in generale sui patti di covendita, ma su quest'aspetto con uguale efficacia, A. MAZZONI, *Patti di covendita e doveri fiduciari*, cit., 215: "Se la partecipazione in una società (maggioritaria o minoritaria che sia) è considerata, nella sua essenza, non tanto come una proprietà identitaria e infungibile, quanto come un co-investimento monetario in un progetto mirante a realizzare un profitto all'interno di un contesto di mercato, in cui hanno un valore di scambio le imprese che nascono e sono finanziate in virtù di progetti di coinvestimento della stessa natura, allora è molto più facile guardare con favore a (o comunque senza nutrire sospetti pregiudiziali nei confronti di) patti con cui gli aderenti si obbligano, ora per allora, a liquidare il proprio coinvestimento; per l'osservazione secondo la quale "costituisce compito irrinunciabile dello studioso del diritto societario, nell'attuale contesto di crisi economica e finanziaria, l'individuazione degli strumenti giuridici più idonei al conseguimento degli obiettivi programmatici di rilancio dell'economia", così come tratti da recenti interventi normativi in tema, tra gli altri, "di sostegno finanziario nell'incerta e rischiosa fase di avvio (start-up) di piccole e medie imprese", in cui la sostanziale assenza di remunerazione del capitale investito nel periodo di decollo richiede "l'adozione di clausole di garanzia, volte ad assicurare al finanziatore la sicurezza dell'investimento in termini di rientro finale, nonché di clausole di smobilizzo", v., in apertura di un ampio saggio dedicato al tema in questione, con il quale invero si presta adesione sia all'individuazione della *ratio* del divieto di p.l. in ragioni di ordine pubblico economico sia all'indagine "casistica" circa la validità dei patti parasociali tracciata da Cass. 29 ottobre 1994, cit., R. SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni "redimibili" (una rilettura del divieto del patto leonino nella s.p.a. riformata)*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, I, 537 ss. (e anche in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, Torino, 2014, 605 ss.); ID., *Il divieto del patto leonino*, in *Trattato sulle società di persone*, diretto da Busi-Preite, Torino, 2015, 386 ss., in part. 401; da ultimo in argomento v. P. AGSTNER-A. CAPIZZI-P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital*, cit., 378 ss. e 439,

Sempre le operazioni di “finanziamento partecipativo” svolte dalle finanziarie regionali prevedevano costantemente patti parasociali di opzione *put* a prezzo predefinito di contenuto identico a quelli che vedono contrapposte Corte di Cassazione e corti milanesi, discutendosi ovviamente della loro compatibilità con il divieto di p.l.⁴². La tesi “à la Simonetto” è stata allora sfumata nella sua assolutezza precisando, con argomento anch’esso ad oggi ampiamente condiviso, che il divieto di p.l. non sarebbe violato qualora all’esclusione delle perdite non corrisponda alcuna possibilità per

ove un richiamo alle considerazioni di H. FLEISCHER-S. SCHNEIDER, *Tag Along - und Drag along - Klauseln in geschlossenen Kapitalgesellschaften*, in DB, 2012/17, 966-967, secondo i quali tale struttura delle operazioni di finanziamento, “perfettamente nota all’imprenditore [in Italia, nel caso delle S.F.I.S., addirittura imposta per legge], il quale vieppiù dipende dall’apporto essenziale del VC per lo sviluppo della sua idea imprenditoriale, dovrebbe generalmente escludere la possibilità di evocare *ex post* particolari rimedi protettivi che, invece, *ex ante* non erano stati pattuiti”.

⁴² V. sul punto L. GUGLIELMUCCI, *Lo smobilizzo delle partecipazioni nei patti parasociali delle finanziarie regionali private*, in *Riv. soc.*, 1980, 1196 ss., ove anche esempi di questi “patti di rilievo”, con una conclusione dubitativa. Nel senso della validità v. G. PIAZZA, *La causa mista credito-società* (parere), in *Contr. impr.*, 1987, 803 ss., in part. 806, il quale - argomentando dalla “meritevolezza dell’interesse a reperire per iniziative imprenditoriali, soprattutto nella fase di decollo, di ristrutturazione di ampliamento ... ausili finanziari o forme di finanziamento partecipativo che risultino connotate da particolari clausole di garanzia per renderle appetibili dai risparmiatori o dai finanziatori istituzionali” - concludeva nel senso della “validità di un negozio misto, con causa associativa e causa di credito, senza che l’una escluda l’altra, o la causa del credito colori necessariamente di fosche tinte usuarie le causa societaria”, così limitandosi il campo di applicazione del divieto di esenzione dalle perdite alla sola ipotesi, invero marginale, dell’approfittamento usurario, non sussistente nel caso di opzione *put* a prezzo predefinito che “non crea certo una sperequazione usuarria ..., ma si limita a garantire proprio la sicurezza dell’investimento, soddisfacendo al contempo l’interesse, statutario ed istituzionale, della società finanziaria”, precisando infine che, quandanche nullo per difetto di causa il patto in questione, esso avrebbe potuto essere convertito ex art. 1424 c.c. in un valido patto *causa credendi*; nello stesso senso, v. G. SBISA, *Circolazione delle azioni e patto leonino* (parere), *ibidem*, 824 ss., argomentando: dall’impossibilità di configurare, strutturalmente e funzionalmente, un contrasto con il divieto di p.l. dell’opzione in sé considerata come mera pattuizione tra soci sulla circolazione delle azioni, non negozialmente collegata allo statuto della società finanziata; dalla applicabilità del divieto di p.l., anche nelle società di capitali, solo alle pattuizioni inerenti la partecipazione dei soci ad utili e perdite e non anche a quelle relative alla circolazione delle azioni; dalla natura aleatoria della reciproca opzione *put* pattuita tra i soci della società finanziata; in ogni caso, dal fatto che la clausola non viola lo scopo perseguito dal divieto di p.l., limitandosi a “configurare temporaneamente la partecipazione del socio finanziatore in modo tale che sia coerente con la finalità perseguita di un finanziamento in conto capitale ai soci imprenditori”; dalla considerazione di ordine pratico che “le potenzialità operative [di imprese finanziarie] dipendono proprio dalla possibilità di smobilizzare le partecipazioni assunte, una volta esaurita la [loro] funzione”.

il socio esentato (e de-responsabilizzato) di partecipare alla formulazione della volontà sociale⁴³.

L'opinione non è mutata anche dopo la Riforma del 2003, che ha ampiamente scalfito, se non demolito, ogni rigida necessità di rispettare la proporzionalità tra poteri amministrativi del socio e rischio d'impresa. Quando si tratta di individuare il perché dell'estensione del divieto di p.l. anche alle società di capitali (e ai relativi patti parasociali) la risposta è nel senso che bisogna garantire un avveduto e corretto esercizio dei poteri amministrativi spettanti al socio che, qualora fosse ammissibile una totale (quella parziale, o comunque, non proporzionale, essendo connaturata al sistema) e costante (cioè non condizionata) esenzione dalle perdite, potrebbe (ed il condizionale è d'obbligo) trovarsi in una situazione di interesse difforme rispetto a quello degli altri soci mentre, in ipotesi di totale esclusione dagli utili, si potrebbe trovare in una situazione di carenza d'interesse. Il divieto di p.l. costituisce quindi secondo i più⁴⁴ un vero e

⁴³ Cfr. G. MINERVINI, *Partecipazioni a scopo di finanziamento e patto leonino*, cit., 779; analogamente L. FARENZA, *I contratti parasociali*, Milano, 1987, 153); R. SANTAGATA, *Patti di retrocessione a prezzo garantito e divieto del patto leonino*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, 54 ss., in part. 59 ss.; M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Milano, 2010, 31; C.F. GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, Milano, 2004, 183 ss., per il quale la portata precettiva del divieto deve essere diversamente valutata per le azioni prive del diritto di voto, o addirittura necessariamente, come automatica conseguenza del "patto di rilievo", v. N. ABRIANI, *Il divieto*, 151 ss., G.A. RESCIO, *I patti parasociali*, in *L'arbitrato e i patti parasociali*, Milano, 1991, 99 ss.; A.M. LEOZAPPA, *Le partecipazioni a scopo di finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, I, 290 ss.; R. SANTAGATA, *Dai patti*, cit., 546-547, il quale però ritiene (*ivi*, 559 ss.) che la sostanza dell'operazione economica sottostante possa essere trasportata sia negli strumenti finanziari partecipativi – che, non attribuendo la qualità di socio, non sarebbero sottoposti al divieto di p.l., ma che vedono fortemente limitato il loro diritto di voto dall'art. 2351, 5° comma, c.c. – sia (*ivi*, 571 ss.) attraverso l'emissione di azioni redimibili (o riscattande), che però sarebbe comunque limitata dal divieto di p.l., operante anche in sede di liquidazione della quota del socio uscente, *sub specie* di necessità di quantificare il valore della partecipazione redimenda (o riscattanda) in base alla concreta situazione economico-finanziaria della società al momento del suo esercizio (peraltro evincibile dagli art. 2355 *bis*, 2° comma, 2505 *bis* e 2506 *bis*, 4° comma, c.c., considerati quali ipotesi legali di *put*; su tali aspetti v. anche, sviluppando uno spunto in senso possibilista contenuto in Cass. 4 luglio 2018, cit., N. DE LUCA, *Il socio «leone»*, cit., 90 ss. e la bibliografia *ivi* citata.

⁴⁴ Non mancano, infatti, voci critiche in merito alla stessa configurabilità del divieto di p.l. nelle società di capitali: E. BARCELONA, *Clausole di put & call a prezzo predefinito. Fra divieto di patto leonino e principio di corrispettività*, Milano, 2004, 29 ss., argomentando dalle convenzioni previste dall'art. 2352 c.c. in ipotesi di vincoli sulle azioni, dall'esistenza di azioni di godimento con diritto di voto, dalla possibilità di riconoscere diritti amministrativi ai possessori di strumenti finanziari partecipativi *ex art.* 2346, 6° comma, c.c., nonché dall'art. 1548 c.c., che consente alle parti di attribuire liberamente il diritto di

proprio limite esterno all'autonomia concessa ai privati nel disegnare il contenuto della partecipazione a società di capitali⁴⁵.

L'analisi delle motivazioni sociali, economiche e politiche dell'intricato percorso di evoluzione storica appena esposto meriterebbero un approfondimento che non è possibile compiere in questa sede. Ai fini che mi sono prefisso è però sufficiente prendere atto di come l'opinione ad oggi dominante è nel senso che la giustificazione dell'estensione del divieto

voto al riportatore ovvero al riportato; L. CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in Riv. dir. comm., 2006, I, 200 ss., nel senso di una "decolorazione ... se non vero e proprio tramonto, del divieto del patto leonino nell'ambito del tipo azionario"; ID., *Azioni e quote riscattabili: delimitazione dei confini di operatività dell'istituto*, in Società, 2019, 1327 ss., in part. 1329; A. TUCCI, *Patto di riacquisto*, cit., 244 e nt. 24 (riprendendo le affermazioni di G. FERRI, *Validità dei sindacati azionari di amministrazione*, in Nuova riv. dir. comm., 1949, I, 17 ss.), il quale, pur sostenendo che non vi sarebbe contraddizione tra il sostenere che l'esenzione dalle perdite di un socio sia incompatibile con la disciplina delle società di capitali e il riconoscere la meritevolezza di un patto parasociale di pari oggetto, osserva però che la mera possibilità che il socio di s.p.a. esentato dalle perdite possa trovarsi in una situazione di disinteressamento e, quindi, di contrasto con l'interesse degli altri soci (posta alla base dell'estensione del divieto di p.l. anche alle società di capitali), non significa che ciò accada sempre e in ogni caso, soccorrendo invece in caso di effettivo contrasto la disciplina dell'art. 2373 c.c., così rivelandosi fragile il presupposto del ragionamento "appunto perché si fonda sull'idea di poter identificare in astratto e in modo, per così dire, "permanente" fattispecie contrattuali"; E. MAZZOLETTI, *Put option*, cit., 497, a giudizio del quale, se anche (come non ritiene) si ritenesse di aderire alla tesi della necessaria correlazione tra potere e rischio, il divieto di p.l. dovrebbe applicarsi esclusivamente ai soci di maggioranza, in quanto gli unici di influenzare l'organo amministrativo; G. PENZO, *Opzione di vendita a prezzo fisso e divieto di patto leonino: una convivenza possibile*, in Società, 2014, 146 ss., il quale, facendosi dichiaratamente portatore delle esigenze della prassi, sferra una critica serrata all'impostazione sopra riferita, ritenendo non «corretta [la] scelta di politica economica [di] ricercare una tutela mirata a prevenire comportamenti solo teorici o comunque non così determinati, determinanti o illegittimi da non poter essere tutelati da altri istituti (responsabilità amministratori, abuso del diritto ecc.) a discapito della stessa attività di investimento», peraltro notando che nella pratica non si dà l'ipotesi di comportamenti "poco responsabili" degli investitori istituzionali, che hanno tutto l'interesse (professionale, costituendo l'investimento la loro attività d'impresa) a non veder depresso il proprio investimento; comportamenti che, comunque, non potrebbero comunque essere posti in essere a causa del complesso delle clausole che contornano le opzioni in parola (poteri di veto; minoranze di blocco, etc.); più di recente v. l'ampio e argomentato saggio di M.S. SPOLIDORO, *Clausole put*, cit., 1311 ss., il quale circoscrive l'applicazione del divieto alle sole società di persone, alle s.a.p.a., in caso di promesse di esonero delle perdite fatte dall'accomandatario, oltre che nelle s.r.l. ove vi siano soci d'opera.

⁴⁵ La bibliografia sul punto è sterminata, v. ad es. M. CIAN, *La nozione di società e i principi generali*, in ID. (a cura di), *Diritto commerciale*, III, *Diritto delle società*, Torino, 2017, 41; L. PISANI, *Le società di persone*, ivi, 92 ss.; G.C.M. RIVOLTA, *Diritto delle società. Profili generali*, in *Trattato Buonocore*, Torino, 2015, 221 ss.

di patto leonino, *sub specie* di esenzione dalle perdite, è ad oggi individuata dalla opinione comune nell'esigenza di evitare "approfittamenti" da parte del socio beneficiario.

5. *Assegnazione non proporzionale di quote/azioni e divieto di "sproporzione estrema"*

Altro campo di battaglia di opinioni è quello che concerne l'ammissibilità, ai sensi degli artt. 2346 (per la s.p.a.) e 2468 (per la s.r.l.) c.c., di un'assegnazione non proporzionale delle azioni o quote "estrema", vale a dire in assenza di conferimento. Tale sproporzione è alla base di alcuni tipici meccanismi tipici della prassi VC, quali ad esempio le *antidilution clauses* e la fissazione di un tasso di conversione premiale nei titoli convertibili⁴⁶. Essa appare del tutto ammissibile, attinendo esclusivamente alle relazioni interne tra soci, che dovrebbero essere liberi di determinare i reciproci interessi senza che un intervento eteronomo ponga dei limiti imperativi in assenza di chiari interessi generali da tutelare.

Coloro che affermano l'impossibilità di un'attribuzione non proporzionale "gratuita", ossia in assenza di conferimento, lo fanno però significativamente ricavando un limite implicito dalla nozione stessa di società dettata dall'art. 2247 c.c.⁴⁷.

6. *S.r.l. start-up/P.M.I., principio di "rilevanza centrale del socio" e altri limiti all'autonomia statutaria*

Un ultimo campo in cui si ravvisa una tendenza dottrinale e giurisprudenziale ad argomentare l'imperatività di norme e principi in assenza di una chiara indicazione degli interessi in tal modo tutelata è quello della s.r.l. Individuando, infatti, nel principio di "rilevanza centrale del socio" un carattere indefettibile della s.r.l. post 2003 si tende a considerare imperative, in quanto espressive di "caratteri indefettibili del

⁴⁶ V. sul punto P. AGSTNER – A. CAPIZZI – P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital*, cit., rispettivamente a p. 412 ss. e p. 422 ss.

⁴⁷ Da ultimo, A. VALZER, *sub art. 2346, commi 4 e 5*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), M. CAMPOBASSO-V. CARIELLO-U. TOMBARI (a cura di), *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, I, Milano, Giuffrè, 2016, 472 ss., in part. 476 ss., ove ulteriori riferimenti bibliografici. V. inoltre la completa rassegna compiuta sul punto da N. DE LUCA, *Il socio "leone"*, cit., nt. 11. *Contra*, nel senso dell'ammissibilità, CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 186, *Clausele statutarie antidiluzione, e la dottrina, pro e contra*, citata nella nota bibliografica

tipo”, tutte le norme che ne sono espressione (artt. 2481-bis c.c. in tema di alternativa tra opzione e recesso; 2481-ter c.c. in tema di necessaria proporzionalità dell’aumento gratuito, art. 2482-quater c.c. in tema di riduzione del capitale per perdite; art. 2476 c.c. in tema di diritti di controllo ed ispezione). L’interpretazione, espressiva di un atteggiamento diffuso, è a mio giudizio criticabile, soprattutto all’esito delle riforme del quinquennio 2012-2017 in tema di s.r.l. startup e P.M.I. innovative (e non), così potendosi fondatamente valutare se, quantomeno in sede di costituzione ed all’unanimità, non sia possibile derogare alle disposizioni appena indicate⁴⁸.

7. Critica alla tesi della necessità di limitare l’autonomia statutaria “per coerenza con la fattispecie” e per “contrasto all’approfittamento”.

Tutti gli argomenti a favore dell’imperatività sopra affrontati sembrano seguire il seguente schema logico: 1) nella prassi emerge la necessità di regolare concreti assetti di interessi “nuovi”, ossia molto distanti rispetto a quelle prese a riferimento dal legislatore storico, oltre che conosciute e usualmente maneggiate dal ceto dei giuristi; 2) sulla base di tale esigenza concreta viene elaborato a livello di autonomia contrattuale un nuovo assetto di interessi, cui corrisponde l’attribuzione di determinati diritti o facoltà; 3) non esistono specifici indici normativi nel senso della validità o invalidità di tale assetto di interessi e dei diritti o facoltà che esso alloca; 4) è però facilmente intuibile, anche in ragione della “novità” delle

⁴⁸ P. AGSTNER – A. CAPIZZI – P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital*, cit., 366 ss., e 391 ss. Per una simile impostazione, volta a valorizzare al massimo l’autonomia statutaria, P. BUTTURINI, *I diritti del socio di s.r.l. e l’autonomia statutaria*, Padova, CEDAM, 2017, 166 ss., in part. 197 (ma v. già, per una prima esposizione della tesi, ID., *Rilevanza centrale del socio e autonomia statutaria nella s.r.l.*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, 924 ss.), ove si rileva come, nonostante la legge delega equipari l’importanza della “rilevanza centrale del socio” e dei “rapporti contrattuali tra soci”, “molto spesso, però, e specie quando dalla rilevanza centrale si desumono limiti all’autonomia statutaria, il riferimento ai rapporti contrattuali sembra scomparire, riapparendo, invece, simmetricamente, quando tale principio generale viene coordinato con l’importanza dell’autonomia statutaria in un’ottica coerente ed unitaria, e non giustapposto ad essa” (*ivi*, 195). Secondo il condivisibile giudizio dell’A., invece, i due termini non possono entrare in conflitto ma devono essere coordinati “in un’ottica unitaria di rimozione dei limiti alla libertà contrattuale dei soci che non si giustificano alla luce di interessi di soggetti terzi” (*ivi*, 196-197), pena il paradosso di una società in cui a fronte di una massima autonomia statutaria, partecipata da soci “autosufficienti ed adulti”, «la centralità della loro posizione diventa un vincolo per loro stessi” (*ivi*, 196 nt. 88).

pattuizioni (che impedisce all'interprete di avere una chiara visione di tutte le possibili controversie derivabili), che si verificano "abusi"; 5) da tale possibilità d'abuso - percepita come non governabile o, comunque, come indesiderabile - viene fatta derivare, per risolvere il problema "alla radice", l'invalidità delle relative pattuizioni; 6) l'invalidità della singola pattuizione viene però espressamente argomentata non richiamando il rischio di abuso, ma sulla base di una pretesa incompatibilità dell'assetto d'interessi venutosi a creare con la "struttura", il "tipo" o le "caratteristiche necessarie" di un istituto, ovvero con i "principi" che lo regolano; 7) non sempre, anzi raramente, l'argomentazione individua con precisione quegli interessi di grado superiore che si porrebbero in conflitto con quelli delle parti contraenti⁴⁹; 8) nella maggior parte dei casi non è quindi ben chiaro se l'interesse in conflitto con la pattuizione sgradita sia effettivamente di grado superiore rispetto a quello dei contraenti, e quindi meta-individuale o se, invece, esso si identifichi in una sorta di generale interesse, di stampo conservatore, al mantenimento della stabilità del sistema dottrinale, messa in crisi dall'emergere di nuovi fenomeni; 9) se, invece, l'interesse appena descritto viene individuato, spesso si ha la sensazione che esso si identifichi, più o meno esplicitamente, in una qualche forma di funzionalizzazione di stampo istituzionalistico dei diritti passibili d'abuso⁵⁰.

E' forse solo il caso di precisare che tale schema argomentativo non è proprio del diritto societario, ma si rintraccia anche nell'ambito del diritto delle obbligazioni, come ad esempio in tema di locazione finanziaria, di assicurazione per la responsabilità civile, o di applicazione del divieto di patto commissorio.

Esso, però, si presta a critica da un punto di vista metodologico.

In primo luogo, il "modello" preso a riferimento dal legislatore, in un dato momento storico, per regolare un certo fenomeno della realtà, oltre

⁴⁹ Per analoghe considerazioni di metodo v. P.G. JAEGER, *Il voto divergente nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1976, 35-36, criticando quelle posizioni che negavano la possibilità di ammettere il voto divergente in quanto "l'istituto" non si sarebbe "piegato" alla tutela degli interessi ad esso sottesi.

⁵⁰ Traggo lo spunto da P.G. JAEGER, *Il voto divergente*, cit., 51 (che a sua volta lo trae da F. D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, Milano, Giuffrè, 1968, 135 ss.), che richiama, per criticarle, quelle teorie secondo le quali il voto divergente si porrebbe, per l'appunto, in contrasto con la funzionalizzazione del potere (e non diritto) di voto ad interessi meta-individuali

a essere di ben difficile ricostruzione con sufficiente chiarezza, non dovrebbe rappresentare di per sé un vincolo per l'autonomia contrattuale⁵¹.

La nettezza dell'affermazione che precede necessita però di alcune precisazioni, se calata nel campo della c.d. "autonomia statutaria". L'ambito di autonomia (statutaria) concesso ai privati nel regolare i propri interessi nell'ambito della scelta di un tipo societario è infatti molto più ristretta rispetto a quella (contrattuale in senso stretto) concessagli nella regolamentazione degli stessi interessi a livello contrattuale. Nel primo

⁵¹ Cfr. P. AGSTNER – A. CAPIZZI – P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital*, cit., 402, ove, nel criticare gli orientamenti favorevoli all'importazione nella s.r.l. "aperta" (in quanto "crowdfunded") di norme e principi della s.p.a. si richiama l'opinione di G. ZANARONE, *Società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, Padova, CEDAM, 1985, 19 ss; ID., *Della società a responsabilità limitata*, in *Commentario Schlesinger*, I, Milano, Giuffrè, 2010, 56; ID., *La società a responsabilità limitata. Un modello "senza qualità"? (Un ideale dialogo con Oreste Cagnasso)*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, Giappichelli, 2020, 13, secondo il quale è "assai difficile, per quanto non da escludere in modo assoluto, dimostrare, nel silenzio del legislatore, che la regolamentazione di uno o più aspetti del modello cui si ispira un determinato tipo societario sia stata voluta anche in funzione di analogo modello per ipotesi presente in un tipo diverso e abbia quindi carattere trasversale fra i due tipi". Analogamente M.S. SPOLIDORO, *Considerazioni generali sulle ragioni della scelta del tipo s.r.l.*, in *Riv. not.*, 1992, 1 ss., in part. 11, che critica la costruzione di "norme inderogabili per coerenza con la fattispecie", rilevando "la contraddittorietà della pretesa di estrarre da uno strumento conoscitivo, per di più connotato dalla sua elasticità ed indeterminatezza, quale è il tipo, divieti o limiti invalicabili dell'autonomia privata". Più di recente, seppur con riferimento all'interpretazione del nuovo art. 2475 c.c. in tema di competenza dell'organo gestorio, v. M. CAMPOBASSO, *La società a responsabilità limitata. Un modello "senza qualità"?*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, cit., 23, secondo il quale "la similitudine esistente fra la formulazione dell'art. 2475, primo comma, 1° periodo, e l'art. 2380-bis, primo comma, c.c. non significa che si possano asfaltare tutte le differenze fra s.r.l. ed s.p.a. in tema di competenze degli organi sociali, né che sia giustificata un'acritica trasposizione alla s.r.l. degli orientamenti espressi riguardo al modello azionario". Da ultimo in senso critico verso un approccio che valorizzi eccessivamente le potenzialità di integrazione extralegislativa dell'ordinamento del metodo tipologico, A.D. SCANO, *Il "tipo"*, in C. IBBA-G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, I, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, in generale 38 ss. e, con più specifico riferimento al fenomeno della s.r.l. "aperta", 80 ss.; M. LIBERTINI, *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003. Appunti per un corso di diritto commerciale*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, 198 ss., in part. 215 nt. 43, il quale invita a "tenere distinti, e non sovrapporre, il problema del "contenuto tipologicamente essenziale" che attiene alla qualificazione di una fattispecie in un sistema in cui vige il *numerus clausus* dei tipi dal diverso problema del "carattere imperativo o dispositivo delle disposizioni di legge che si pongono all'interno della disciplina applicabile ad una fattispecie già qualificata, con riferimento all'uno o all'altro tipo legale".

campo, infatti, quello del diritto societario, vige un alto “tasso di tipicità”, in cui la legge non stabilisce solo il numero (*Typenzwang*), ma anche il contenuto (*Typenfixierung*) di ogni singolo tipo⁵². Ai privati non è insomma data la possibilità di regolare i propri interessi al di fuori dei tipi sociali predisposti dal legislatore⁵³, sicché il diritto societario è un esempio di “spazio giuridico tipizzato chiuso”⁵⁴. Si può poi discutere, ma è un problema diverso, se tale scelta derivi dalla efficacia “reale” (cioè nei confronti dei terzi) del fenomeno societario⁵⁵, o dall’esigenza di ridurre i costi di transazione⁵⁶. Nel secondo campo, quello del diritto contrattuale, la

⁵² Sul senso di “tipicità” quale appartenenza ad un *numerus clausus* e sui concetti di *Typenzwang* e *Typenfixierung* v. L. PASSERINI GLAZEL, *La forza normativa del tipo. Pragmatica dell’atto giuridico e teoria della categorizzazione*, Macerata, Quodlibet, 2005, 209 ss.

⁵³ V. sul punto L. PASSERINI GLAZEL, *La forza normativa del tipo*, cit., 210 tn. 307, il quale, rifacendosi alla distinzione tra “type” e “token” (su cui v., per un primo approfondimento e una ricca bibliografia, L. WETZEL, *Types and Tokens*, in E.N. ZALTA (a cura di), *The Stanford Encyclopedia of Philosophy* (Fall. 2018 Edition), accessibile su <https://plato.stanford.edu/archives/fall2018/entries/types-tokens/>), esclude che nell’ambito di quelle categorie di *type* caratterizzate dal *numerus clausus* (diritti reali, atti giuridici in senso stretto, promesse unilaterali, contratti agrari, tipi societari, reati, atti amministrativi, etc.) possa darsi un fenomeno di “token-atipicità”, ossia di *tokens* che siano (parzialmente) difformi dal proprio *type*.

⁵⁴ Così L. PASSERINI GLAZEL, *La forza normativa del tipo*, cit., 234 ss., il quale in questo caso indica la necessaria conformità del *token* al *type* con l’espressione “conformità non scalare ad un tipo”, o *Typenhaftigkeit* (nel senso di “avere un tipo al quale essere conforme”), ossia “binaria” (conforme/non conforme, *tertium non datur*), contrapposta ad ipotesi di “conformità scalare ad un tipo”, ossia “assiologica” (nel senso che è possibile una conformità più o meno intensa), identificabile come *typicalité* (in francese sostantivo distinto da *typicité*) o *Typenmäßigkeit* (in tedesco distinto da *Typenhaftigkeit*).

⁵⁵ Così P. SPADA, *La tipicità delle società*, Padova, CEDAM, 1974, 7 e nt. 8, ove un richiamo alla tesi di A. GRAZIANI, *Sull’ammissibilità delle c.d. società atipiche*, in ID., *Studi di dir. civ. e comm.*, cit., 466 ss. nel senso che “la libertà che l’ordinamento giuridico consente ai privati non si estende a tutto il campo del diritto delle obbligazioni, ma al più ristretto campo di quei negozi che, posti in essere tra determinati soggetti, sono destinati unicamente ad avere efficacia nei confronti delle parti medesime. Ma quando un determinato negozio è destinato ad avere efficacia non unicamente tra le parti contraenti (e il contratto di società ... è sempre ... destinato a produrre un complesso di effetti nei confronti dei terzi) a garanzia dei terzi non può consentirsi che il negozio venga posto in essere se non negli schemi dal legislatore previsti”.

⁵⁶ Cfr., per un’interpretazione del principio di *numerus clausus* nel senso di una riduzione dei costi di transazione, H.E. SMITH-T.W. MERRILL, *Optimal Standardization in the Law of Property: The Numerus Clausus Principle*, in *Yale Law Journ.*, 2000, 1 ss. (mi piace precisare di essere debitore di questa segnalazione nei confronti del Prof. Paolo Giudici). Per una simile considerazione v. L. PASSERINI GLAZEL, *La forza normativa del tipo*, cit., 240, a giudizio del quale “il ricorso al principio di tipicità ... è funzionale al perseguimento del valore della certezza del diritto. Grazie al principio di tipicità è, infatti, possibile conoscere con certezza

scelta di uno dei tipi contrattuali non esaurisce l'ambito di autonomia dei privati, cui è data la possibilità di regolare altrimenti i loro interessi, purché meritevoli di tutela. In questo quadro si può poi discutere se la qualificazione delle scelte compiute dai privati debba avvenire secondo un criterio formalista (conta il *nomen iuris* prescelto dalle parti) o sostanzialista (conta la funzione concretamente perseguita)⁵⁷.

A quanto sopra osservato consegue che le ragioni che stanno dietro l'imperatività di una norma che concorre a formare il tipo sono diverse nel diritto dei contratti e nel diritto societario. Nel primo caso la norma deve (o dovrebbe) autoqualificarsi come imperativa per essere tale e, quindi, limitare l'autonomia dei privati. Nel secondo caso il giudizio è alquanto più sfumato, non potendo però identificarsi nel mero appartenere della norma o del principio di cui si discute al "contenuto tipologicamente essenziale" di una disciplina.

A tal proposito, seguendo un approccio sostanzialista, si è suggerito di individuare tali "norme d'identificazione dei tipi sociali" distinguendo due diversi "nuclei di disciplina": da un lato quello concernente "i modi di partecipazione dei soci all'operazione ed, in particolare, all'esercizio dell'attività ed ai risultati dell'esercizio"; dall'altro quello relativo agli "atteggiamenti di quello che diremmo il rilievo reale del contratto di società", in sostanza il regime di responsabilità per le obbligazioni sociali⁵⁸. Sono allora solo le norme ascrivibili al secondo nucleo, ossia quelle attinenti ai profili "reali", o "metaindividuali", della disciplina societaria, a poter essere qualificato come inderogabile⁵⁹. Non altrimenti può invece dirsi di quelle norme ascrivibili al primo nucleo, in cui i soci sono liberi di stabilire

quali siano le conseguenze e gli effetti giuridici connessi da un ordinamento, ad esempio, ad un determinato tipo di atto, ed è, dunque, possibile prevedere con certezza quali saranno le conseguenze e gli effetti giuridici di un qualsiasi *token* di quell'atto". V. inoltre M. LIBERTINI, *Scelte fondamentali*, cit., 212, il quale ricollega l'esistenza di norme imperative nel diritto societario alla necessità di ridurre i costi di transazione là dove afferma che "In astratto, potrebbe essere pienamente liberista anche un ordinamento che fornisse al mercato un certo numero di schemi rigidi di organizzazione, così riducendo al minimo i costi transattivi nei momenti della costituzione dell'impresa, dell'insorgere di conflitti interni e della contrattazione con i terzi".

⁵⁷ Cfr. sul punto M. LIBERTINI, *Scelte fondamentali*, cit., 215, il quale ricorda come in Italia tale indagine è normalmente compiuta in senso sostanzialista per i contratti, formalista per i titoli di credito, formalista "ma con varie incertezze" per i tipi societari.

⁵⁸ Cfr. P. SPADA, *La tipicità*, cit., 27-

⁵⁹ *Ivi*, 72.

liberamente ogni aspetto della partecipazione all'esercizio (ed ai risultati dell'esercizio) dell'attività sociale⁶⁰. In buona sostanza, questa tesi individua le ragioni dell'imperatività delle norme, non espressamente qualificate tali, di diritto societario nell'esigenza di tutelare l'interesse generale alla protezione dei terzi che hanno rapporti con la società.

Successivamente alla Riforma del 2003 si è contestata la vigenza di tale insegnamento, che poteva dirsi molto radicato nell'*habitus* mentale del ceto dei giuristi, sostenendo che la "sdrammatizzazione" della responsabilità limitata avrebbe fortemente ridotto il grado di imperatività della disciplina societaria. Quanto al profilo del collegamento tra imperatività, rilievo reale del fenomeno societario e tutela dei terzi, ciò avrebbe comportato, quantomeno per la s.p.a., una "selezione" dei soggetti da proteggere, individuati nei soli investitori di società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio⁶¹. In buona sostanza, questa tesi restringe il campo di imperatività a quelle norme volte a proteggere i terzi che vengono in contatto con alcune s.p.a. (quotate).

D'altro canto, anche chi, non condividendo nella sua radicalità l'impostazione appena riportata, ha sostenuto che anche la Riforma del 2003 abbia mantenuto un tasso di imperatività nella regolazione del fenomeno societario, anche tramite limiti imperativi impliciti conseguenti a profili generali non superati, lo ha fatto con riferimento al profilo della disciplina dell'organizzazione societaria (riparto competenze tra organi; possibili modelli di organizzazione; controlli), ammettendo il pieno dispiegarsi dell'autonomia nel vasto campo dei rapporti tra società e i suoi azionisti/finanziatori, oltre che tra questi ultimi⁶².

⁶⁰ *Ivi*, 74 e 218 ss., ove una suddivisione di tale nucleo di disciplina in: a) "programmazione delle operazioni sociali" e "organizzazione della programmazione"; b) "disciplina del risultato, dei modi di erogazione-percezione del risultato"; c) "regimi di produzione-imputazione".

⁶¹ F. D'ALESSANDRO, «La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata». *Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2003, 34 ss.

⁶² M. LIBERTINI, *Scelte fondamentali*, cit., 214 ss., il quale ritiene che dalla violazione delle "norme tipologicamente essenziali" derivi l'invalidità della clausola solo se non vi sono "modelli organizzativi sovraordinati" (di applicazione residuale), se invece vi sono modelli di applicazione residuale allora si può affermare la "riqualificazione" nell'ambito di un altro tipo; C. IBBA, *In tema di autonomia statutaria e norme inderogabili*, in G. CIAN, *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, CEDAM, 143 ss., che distingue tra norme implicitamente imperative "di struttura" e "di protezione".

Nessuno, però, ha mai affermato espressamente che esistano, nella disciplina dei tipi societari, delle norme appartenenti al nucleo che regola il rapporto di finanziamento (partecipativo o meno) che siano anche tipologicamente caratterizzanti e, quindi, inderogabili, nemmeno all'unanimità. Se si convenisse con questo primo risultato, sarebbe necessario riconsiderare gli orientamenti descritti in premessa che limitano l'autonomia statutaria nell'ambito di rapporti di finanziamento partecipativi in base all'esistenza di principi desumibili da caratteristiche tipologiche del tipo sociale esaminato. In tutte le ipotesi affrontate, peraltro, non sembra possibile individuare interessi metaindividuali da proteggere, tali da giustificare un'estensione del tasso di imperatività, ma una semplice possibilità di uso distorto dei diritti attribuiti.

Acquista allora maggior forza persuasiva quell'opinione, già avanzata ma bisognosa di ulteriore affinamento anche all'esito della discussione, per cui tutti gli indubbi problemi in termini di possibile (ma non necessario) abuso dei diritti attribuiti dagli assetti propri della prassi VC potrebbero essere più adeguatamente governati tramite rimedi risarcitori, che però presuppongono l'accertamento che l'abuso si sia effettivamente verificato e non sia solo temuto⁶³. In tal modo si otterrebbe il risultato, che ritengo auspicabile a livello di politica del diritto, di impedire quei comportamenti, perlopiù posti in essere dal soggetto finanziatore, di comportamenti opportunistici e distruttivi di valore⁶⁴, che cioè sottraggono all'imprenditore valori patrimoniali che gli sarebbero potuti altrimenti spettare⁶⁵.

⁶³ P. AGSTNER – A. CAPIZZI – P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital*, cit., 432 e nt. 279 per riferimento all'esperienza statunitense, con considerazioni in merito all'estensione del divieto di p.l. ma più generalizzabili.

⁶⁴ Ad esempio, nel caso di clausole *put*, prediligendo quelle operazioni che, sebbene rischiose, non intacchino il valore dell'investimento effettuato o, ancora, nel caso di *liquidation preferences*, optando per quelle ipotesi di liquidazione dell'investimento tali da garantire una restituzione del solo investimento da lui effettuato a scapito degli altri soci.

⁶⁵ C.A. NIGRO-J.R. STAHL, *Venture Capital-Backed Firms*, cit., che, peraltro, nell'ambito delle preferenze liquidatorie distinguono tra *trade sales* distruttive di valore "maligne" e *trade sales* distruttive di valore "benigne".