

CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO

Studio n. 6071/I

Il pegno su azioni nelle operazioni sul capitale sociale: aspetti problematici ed indirizzi operativi

Approvato dalla Commissione Studi d'Impresa il 24 marzo 2006

1. Introduzione

Le ragioni che inducono ad analizzare il pegno di partecipazione azionaria nascono dal riscontro di una frequente, nonché eterogenea, ⁽¹⁾ utilizzazione della fattispecie nella pratica.

Il fenomeno, particolarmente problematico, rinvia il suo principale referente normativo nell'art. 2352 c.c., anch'esso modificato – sia pure con esito non del tutto soddisfacente ⁽²⁾ rispetto alle attese – dal d. lgs. n. 6 del 17 gennaio 2003.

La riforma, infatti, per quanto animata dal lodevole proposito di rendere organica e tendenzialmente puntuale la regolamentazione della materia ⁽³⁾ – sempre “*in omaggio ai principi di efficienza e correttezza della gestione dell'impresa sociale*” ⁽⁴⁾ – si è, comunque, limitata a codificare soluzioni interpretative ormai da tempo consolidate tanto in dottrina, quanto in giurisprudenza.

Sulla base di una sommaria ricognizione delle modifiche apportate alla norma *de qua*, si rileva, sin d'ora, che la novella, nel disciplinare espressamente gli effetti societari prodotti dalla costituzione del vincolo rispetto ad alcune prerogative concesse alla partecipazione sociale, prosegue, di fatto, un percorso già intrapreso dalla codificazione del 1942. ⁽⁵⁾ Senza con ciò volerne ridurre l'importanza o sminuirne l'impatto sul testo originario dell'articolo.

Com'è noto, il legislatore della riforma lascia immutato il 1° comma dell'art. 2352 c.c., nella parte in cui in caso di pegno attribuisce il diritto di voto al creditore pignoratizio “*salvo convenzione contraria*”, ⁽⁶⁾ e ne perfeziona la previgente formulazione estendendo il precetto al “*custode*” nella diversa fattispecie del “*sequestro di*

azioni".⁽⁷⁾

Sostanzialmente invariata, poi, la previsione di cui al 4° comma della norma in esame (3° comma del vecchio testo⁽⁸⁾), relativa all'obbligo del socio di provvedere, in presenza di azioni non liberate soggette a pegno, al versamento delle percentuali ancora dovute⁽⁹⁾ almeno tre giorni prima della scadenza prefissata, fermo restando, che in difetto, il creditore pignoratizio può far vendere le azioni a "*mezzo banca o intermediario autorizzato alla negoziazione nei mercati regolamentati*". Vale a dire, quindi, con le forme previste per l'alienazione del diritto di opzione di cui all'attuale 2° comma dell'art. 2352 c.c., sul quale si avrà modo di ritornare, unitamente al 3° comma della nuova disposizione, per ulteriori approfondimenti.

In sede di primo commento, perciò, si ritiene sufficiente prendere atto che, nel primo dei suindicati commi, la novità risiede nella specificazione per cui, in caso di aumento del capitale sociale a pagamento, al titolare della partecipazione sottoposta al vincolo spettano, tanto l'esercizio del diritto d'opzione, quanto le azioni in base allo stesso sottoscritte (art. 2352, 2° comma c.c.).⁽¹⁰⁾ Nel secondo, invece, che nell'ipotesi di aumento del capitale ai sensi dell'art. 2442 c.c., il pegno⁽¹¹⁾ si estende automaticamente alle azioni assegnate gratuitamente ai soci (art. 2352, 3° comma c.c.).

Il quadro degli interventi operati dal d. lgs. n. 6/03 sulla disciplina in esame, si conclude, infine, con il richiamo al nuovo 6° comma dell'art. 2352 c.c., il quale stabilisce che "*...i diritti amministrativi diversi da quelli previsti nel medesimo articolo spettano nel caso di pegno...sia al socio che al creditore pignoratizio...*".⁽¹²⁾ La norma, anche se di discutibile formulazione, ha, senz'altro, il merito di aver colmato la preesistente lacuna sul punto accogliendo, tra l'altro, una soluzione proposta prima della riforma da un'autorevole, sia pur minoritaria, dottrina.⁽¹³⁾

Il dato positivo sembrerebbe confermare, dunque, che in presenza di un vincolo pignoratizio sulle azioni, la titolarità dei diritti amministrativi diversi dal voto è attribuita non solo al debitore in quanto socio, ma, anche, ad un altro soggetto, quale il creditore pignoratizio. Dal che, si osserva, la legittimazione di ciascuna parte del rapporto di garanzia ad un esercizio disgiunto dei diritti in questione, "*salvo che dal titolo non risulti diversamente*".⁽¹⁴⁾ Nulla impedisce, infatti, alle parti di optare per una diversa soluzione, ad esempio attribuendo la titolarità – di uno o più di siffatti diritti – in via esclusiva ad una soltanto di esse.

L'evidente interferenza che la disciplina positiva dell'istituto (art. 2352 c.c.) crea tra la garanzia pignoratizia del creditore e le ragioni societarie del socio debitore induce a riflettere sull'atteggiarsi di tale garanzia nelle principali vicende *dinamiche* della vita societaria. E principalmente, sulla sorte che il diritto di pegno subisce a seguito delle operazioni sul capitale sociale.

2. L'oggetto del pegno su azioni

È evidente che una siffatta analisi non possa prescindere da una corretta individuazione dell'oggetto del vincolo in esame sulla quale, dunque, appare opportuno, sia pur brevemente, soffermarsi.

I dubbi maggiori a riguardo, espressi dalla dottrina, attengono alla esatta qualificazione giuridica dell'azione sociale – oggetto formale del vincolo – e i risultati dalla stessa raggiunti, sul punto, differiscono secondo la prospettiva d'indagine adottata.

Secondo un approccio definito "reale", la soluzione per un corretto inquadramento dell'oggetto del pegno verrebbe offerta dall'idea dell'azione come *res corporalis*,⁽¹⁵⁾ della quale si potrebbe disporre in conformità alle regole proprie del diritto di proprietà e della circolazione giuridica. Quella che assimila l'azione sociale ad un bene mobile e ravvisa, nei precetti civilistici di cui agli artt. 2786 ss. c.c., il paradigma normativo di riferimento, sarebbe una delle tesi avanzate ma, non di certo, l'unica. Una diversa lettura, infatti, sarebbe proposta da coloro i quali – appellandosi all'idea della partecipazione azionaria quale mero diritto di credito – ritengono di applicare alla fattispecie le prescrizioni dettate per il "*pegno di crediti e di altri diritti*" (artt. 2800 ss. c.c.).⁽¹⁶⁾

Altra opinione, poi, muovendo da una prospettiva per così dire "societaria", riterrrebbe che il riferimento alla figura generale del pegno abbia un "*valore soltanto indicativo, non di formale identificazione*".⁽¹⁷⁾ La considerazione dell'azione quale *res*, infatti, avrebbe rilievo essenzialmente sul piano dinamico della negoziazione della stessa e non, invece, su quello essenzialmente statico sul quale opera il pegno di azioni.⁽¹⁸⁾

Certi che le teorie richiamate non esauriscano il dibattito dottrinario sul tema, si potrebbe concludere, preferibilmente, per la configurazione dell'azione come bene mobile concordando, pertanto, con la prima delle opinioni espresse la quale, peraltro, coincide con l'orientamento oggi prevalente.

La maggior parte degli interpreti, infatti, ritiene che lo schema del pegno di cosa mobile rappresenti il modello di riferimento del legislatore per la struttura e la disciplina della fattispecie oggetto d'indagine.⁽¹⁹⁾

D'altra parte, si osserva, il fatto che nel caso di pegno su azioni l'esigenza di natura pubblicitaria, sottesa al nucleo di disciplina di cui agli artt. 2800 ss. c.c., venga soddisfatta da una normativa *ad hoc* (R.D. n. 239/42), di per sé non lascerebbe alcun dubbio sulla inapplicabilità al suindicato vincolo pignoratorio di quelle disposizioni speciali (artt. 2800 ss. c.c.).⁽²⁰⁾

L'identificazione in chiave dogmatica dell'oggetto del vincolo in esame, per quanto necessaria, non è da ritenersi esaustiva per il fine pratico cui è rivolta

l'analisi dell'istituto.

A tal fine, infatti, appare preferibile spostare l'indagine alla individuazione dell'oggetto "sostanziale" del vincolo sulla partecipazione societaria.

Si tratta, cioè, di rinvenire quale sia il valore costituito a garanzia dell'adempimento di una data obbligazione e naturalmente destinato alla realizzazione delle pretese creditorie.

A riguardo, la dottrina dominante – supportata, peraltro, da una recente pronuncia giurisprudenziale ⁽²¹⁾ – nega che siffatto oggetto possa ravvisarsi nel complesso delle posizioni soggettive connesse alla partecipazione sociale o nei beni concretamente ricompresi nel patrimonio sociale. E ciò, si afferma, in primo luogo perché il diritto di pegno non è un diritto di godimento ma, appunto, di garanzia, per cui l'attribuzione (per legge o per convenzione) al creditore pignoratorio dell'esercizio dei diritti sociali inerenti alla partecipazione vincolata è solo strumentale alla conservazione della garanzia patrimoniale ma, non rappresenta di quel diritto l'aspettativa tipica. E inoltre, poi, in quanto il legame – senza dubbio rilevante nella specie – tra la consistenza del patrimonio sociale e le azioni date in pegno pare debba intendersi in termini quantitativi, piuttosto che qualitativi. Del resto, viene osservato, sarebbe impossibile per il creditore sottoporre ad esecuzione forzata i singoli beni del patrimonio sociale i quali, tra l'altro, potrebbero non essere suscettibili di costituzione in pegno in quanto, ad esempio, beni immobili. ⁽²²⁾

È convincente, dunque, che l'oggetto sostanziale del vincolo pignoratorio sia da ravvisare nel valore dell'azione ricevuta in pegno. ⁽²³⁾ La conclusione, coerente peraltro alla preminente funzione di garanzia insita nella costituzione del diritto parziario, impone una riflessione ulteriore in ordine alla nozione di valore cui fare riferimento.

In merito, pare opportuno richiamarsi a quanto sostenuto sempre dalla medesima dottrina, secondo la quale il valore in questione sarebbe correttamente rappresentato dal valore di mercato (patrimoniale netto) che, almeno teoricamente, è la somma realizzabile dal creditore insoddisfatto in sede di vendita coattiva della partecipazione stessa (cfr. artt. 2795, 2796 c.c.). ⁽²⁴⁾

In tale ottica, del tutto irrilevanti sarebbero tanto il valore nominale quanto quello contabile dell'azione ricevuta in pegno. Il primo si osserva, perché meramente rappresentativo del rapporto tra capitale sociale e numero di azioni e perciò stesso – in quanto insensibile, almeno in linea di principio, alle vicende patrimoniali della società – non potrebbe contribuire alla determinazione concreta del prezzo di vendita della partecipazione. Il secondo, desumibile dal bilancio relativo alla chiusura d'esercizio più prossima alla costituzione del pegno, potrebbe portare ad una sottovalutazione dell'oggetto della garanzia, dati i criteri prudenziali con cui viene redatto il bilancio (art. 2423-*bis*, 1° comma n. 1 c.c.) o, ancora, risultare "falsato"

dall'inesistente o non adeguata stima dell'avviamento commerciale. ⁽²⁵⁾

In fondo, si conclude, tale interpretazione circa l'idoneità del valore patrimoniale netto a rappresentare il valore effettivo della partecipazione, sembrerebbe porsi assolutamente in linea con una precisa scelta effettuata in tal senso dal legislatore. Basti pensare a quanto disposto per il rimborso delle partecipazioni nell'ipotesi di esercizio del diritto di recesso (artt. 2437-*ter*, 2° comma c.c., 2473, 3° comma c.c.) o per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni nell'ipotesi di esclusione o limitazione del diritto di opzione (art. 2441, 6° comma c.c.).

3. Il vincolo pignoratizio nelle operazioni sul capitale sociale

Ciò detto, si ritiene di poter volgere lo studio all'analisi del problema evidenziato in premessa relativo, appunto, all'atteggiarsi del citato vincolo a fronte di operazioni sul capitale sociale.

La riflessione prende avvio dall'ipotesi di aumento gratuito del capitale sociale regolato, quanto al pegno, dal nuovo 3° comma dell'art. 2352 c.c., nel quale si dispone che nel caso di aumento attuato "*imputando a capitale le riserve e gli altri fondi iscritti in bilancio in quanto disponibili*" (art. 2442, 1° e 2° comma c.c.), il vincolo si estende automaticamente alle azioni di nuova emissione assegnate gratuitamente ai soci. E per quanto non espressamente previsto, è da ritenere che analoga conclusione valga anche laddove l'operazione sia effettuata con un aumento del valore nominale delle azioni già in circolazione (art. 2442, 3° comma c.c.). ⁽²⁶⁾

La norma, di fatto, conferma quanto la dottrina, pressoché unanime, ⁽²⁷⁾ aveva da tempo in merito riconosciuto, sia pure avvalendosi di diverse argomentazioni. In particolare, si è detto, la *ratio* dell'estensione – in una simile ipotesi – del pegno alle nuove azioni o alle azioni aumentate nel loro valore nominale sarebbe da ravvisare nel fatto che si tratta di una pura "espansione nominale" del capitale nei confronti di un patrimonio il cui valore economico, a seguito dell'operazione, resta immutato. ⁽²⁸⁾ L'aumento, infatti, si sostanzia in un immediato e diretto trasferimento del valore da un titolo (riserva) ad un altro (capitale) nell'ambito del patrimonio della società il quale, dunque, mantiene la sua originaria consistenza in quanto solo qualitativamente modificato. ⁽²⁹⁾

Secondo altro ragionamento, invece, l'estensione sarebbe dovuta alla incidenza della suddetta operazione sulle aspettative giuridicamente tutelate del creditore pignoratizio.

In particolare, si è affermato, poiché con l'aumento gratuito il creditore vedrebbe sacrificate le proprie aspettative di natura soddisfattiva, venendo meno – relativamente alla quota di patrimonio destinata ad essere imputata a capitale – la

possibilità di una distribuzione sotto forma di dividendo, ⁽³⁰⁾ occorrerebbe, quanto meno, tutelarne l'aspettativa "minima" di garanzia. Un'eventuale attribuzione in piena proprietà delle azioni gratuite al socio si sarebbe inevitabilmente tradotta in una riduzione ingiustificata della garanzia del creditore, in quanto le azioni gravate da pegno a suo vantaggio avrebbero rappresentato una porzione proporzionalmente minore del patrimonio sociale. ⁽³¹⁾

Il legislatore, invece, nulla stabilisce in merito alla sorte del pegno su azioni nell'operazione – del tutto speculare a quella di aumento gratuito – di riduzione nominale del capitale sociale.

Quando si verificano perdite tali da ridurre il patrimonio netto ad un valore inferiore al capitale sociale, la società può o deve (secondo che la perdita sia o meno superiore ad un terzo) procedere all'adeguamento della cifra del capitale sociale nominale all'attuale minor importo del capitale reale (art. 2446 c.c.). Si tratta di operazione puramente nominale, che non comporta di per sé alcuna riduzione del patrimonio sociale la quale si è, infatti, già verificata per effetto delle perdite subite dalla società.

Pertanto, in presenza di azioni costituite in pegno, un'operazione di tal genere comporterebbe una diminuzione – in proporzione all'entità della riduzione – del valore patrimoniale delle azioni e, quindi, dell'oggetto sostanziale della garanzia del creditore. ⁽³²⁾ Ma ciò, è da precisare, sarebbe diretta conseguenza delle perdite patrimoniali subite dalla società e non della delibera di riduzione che, di quelle perdite, rappresenterebbe una mera presa d'atto.

Il sacrificio conseguente all'operazione in esame verrebbe, dunque, sopportato da entrambe le parti della "partecipazione plurisoggettiva", con la differenza che il creditore ben avrebbe potuto evitarlo se avesse vigilato con più attenzione sull'andamento delle vicende patrimoniali della società, chiedendo al giudice l'autorizzazione a vendere le azioni sottoposte al vincolo, ai sensi dell'art. 2795 c.c.. ⁽³³⁾

Non altrettanto scontata, invece, la conclusione rispetto all'ipotesi – direttamente affrontata dalla disposizione di cui all'art. 2352, 2° comma c.c., sia pure con formulazione meno chiara rispetto all'aumento gratuito – dell'aumento a titolo oneroso del capitale sociale.

Muovendo dalla lettera della legge, si evidenzia come, in sede di riforma, non sia stata sfruttata l'occasione per risolvere quei dubbi interpretativi conseguenti alla nascita *ope legis* del diritto di opzione (art. 2441 c.c.) e relativi, appunto, alla possibilità di estendere o meno il pegno alle azioni optate ovvero al corrispettivo ricavato dalla vendita dello stesso diritto. Sulle questioni da ultimo citate, infatti, il legislatore tace.

La norma, come detto, si limita ad attribuire la titolarità del diritto di opzione

nonché delle azioni optate al socio, senza nulla prevedere in ordine alla sorte della garanzia.

La scelta legislativa manifesta un chiaro *favor debitoris* motivato, probabilmente, dalla complessità funzionale sottesa al diritto in questione. Con l'esercizio del diritto d'opzione, infatti, il socio mantiene inalterati, per un verso, il valore reale della partecipazione societaria (funzione patrimoniale) e, per altro, la misura con cui concorre alla formazione della volontà sociale (funzione amministrativa).⁽³⁴⁾ Per tale motivo, il legislatore non avrebbe potuto che attribuirne la titolarità al soggetto più stabilmente coinvolto nella vita societaria, piuttosto che al creditore pignoratizio, il quale, d'altra parte, se e quando vi partecipa lo fa al solo fine di garantirsi dell'adempimento dell'obbligazione contratta con il socio.⁽³⁵⁾ Una volta rimessa al socio la decisione circa l'esercizio o meno del citato diritto non potevano che allo stesso appartenere anche le azioni di nuova emissione in base ad esso sottoscritte.

Nel silenzio legislativo, dunque, al fine di risolvere la questione della sorte della garanzia sulle azioni optate e su quanto ricavato dal socio debitore pignoratizio per la cessione del diritto d'opzione, appare indispensabile affidarsi alle considerazioni in merito svolte dalla dottrina.⁽³⁶⁾

Secondo una primissima opinione, il diritto di pegno non si estenderebbe né alle azioni di nuova emissione, né al corrispettivo della cessione del diritto, posta l'assimilazione del diritto d'opzione all'utilità aleatoria prodotta dal titolo, per la quale – diversamente dall'usufrutto (art. 1998, 1° comma c.c.) – verrebbe espressamente esclusa l'estensione della garanzia (art. 1998, 3° comma c.c.).⁽³⁷⁾

Altra parte della dottrina, invece, differenziando le due fattispecie, riterrebbe, da un lato, infondata l'estensione del vincolo alle azioni optate, poiché le stesse perverrebbero al socio debitore per effetto di un acquisto a titolo oneroso. E dall'altro, poi, ne affermerebbe l'estensione al ricavato della vendita del diritto d'opzione attraverso un'applicazione in via analogica dell'art. 1998 c.c..⁽³⁸⁾

Intermedia tra le due la tesi, quella secondo cui il diritto di pegno si estenderebbe ad una parte delle azioni optate ovvero, a scelta delle parti, a tutti i titoli sottoscritti, ma *pro quota*, in misura cioè pari al "plusvalore del patrimonio sociale rispetto al capitale aumentato".⁽³⁹⁾

Le ulteriori ricostruzioni del problema hanno, in concreto, ripreso e variamente sviluppato, talora l'una, talvolta l'altra, delle teorie appena esposte.⁽⁴⁰⁾

L'orientamento prevalente, anche a seguito della novella, è nel senso di escludere l'estensione del vincolo pignoratizio alle azioni optate ed ammetterla, invece, in relazione al ricavato della vendita del diritto d'opzione.⁽⁴¹⁾ La diversità delle soluzioni trarrebbe essenzialmente origine dai differenti piani – rispettivamente quello organizzativo (dei poteri sociali) e quello interindividuale di disposizione – sui quali opererebbero i due aspetti della questione.

Sul piano organizzativo, infatti, il diritto d'opzione rileverebbe quale "potere" interno alla stessa partecipazione, il cui esercizio, pur potendo comportare una compressione dell'oggetto sostanziale della garanzia (*rectius* del valore economico delle azioni date in pegno), non determinerebbe alcuna pretesa del creditore rispetto alle nuove azioni che, in questo senso, sarebbero beni diversi, che troverebbero "causa" in un conferimento proveniente esclusivamente dal patrimonio del socio debitore. ⁽⁴²⁾

La vendita, invece, rappresenterebbe una vicenda estranea all'organizzazione societaria attraverso la quale si trasferirebbe ad altri, "realizzandola", una facoltà compresa nella partecipazione azionaria gravata dal vincolo, rispetto alla quale sarebbe inevitabile l'estensione della garanzia, in analogia con quanto previsto dall'art. 2803 c.c.. Nel qual caso, dunque, si avrebbe una sorta di "conversione" automatica dell'oggetto del diritto reale limitato che avverrebbe, però, indipendentemente dalla volontà del creditore. ⁽⁴³⁾

Analoga soluzione, poi, verrebbe adottata nell'ipotesi di liquidazione della società, quando, in presenza di un residuo patrimoniale attivo distribuibile ai soci, dopo l'avvenuto pagamento dei creditori, o dopo che siano state accantonate le somme in denaro necessarie per pagarli, ne venisse attribuita – in denaro o in natura – una parte al socio. In tal caso, si è affermato, su quel residuo patrimoniale attivo il creditore vanterebbe senz'altro dei diritti, data l'assegnazione al socio, prima della scadenza del credito garantito, di una porzione del patrimonio sociale. E precisamente, di ciò che – antecedentemente all'operazione sul capitale sociale – avrebbe concorso alla determinazione del valore patrimoniale delle azioni, ossia del più volte citato oggetto sostanziale del pegno di azioni.

Di fatto, quindi, anche tale vicenda societaria condurrebbe a quella sostituzione dell'oggetto del pegno, cui estendere, sempre in via analogica, le situazioni e le soluzioni previste dall'art. 2803 c.c. riguardanti le modalità di "riscossione del credito dato in pegno". ⁽⁴⁴⁾

Così argomentando, sempre secondo la medesima opinione, potrebbe trovare adeguata risposta l'ipotesi in cui al socio fossero attribuiti beni diversi dal denaro non suscettibili di essere sottoposti a pegno quali, ad esempio, i beni immobili.

Nella specie, si concluderebbe, laddove il credito garantito fosse scaduto occorrerebbe procedere alla vendita dei beni assegnati e con il ricavato soddisfare il creditore ovvero, chiederne (sulla base della perizia di stima, qualora non sia stata già compiuta dalla società) l'assegnazione direttamente al creditore. Diversamente, invece, nell'ipotesi di credito garantito non scaduto laddove, invece, potrebbe ritenersi legittimo un accordo tra le parti volto a mantenere immutati i termini e le modalità dell'adempimento dell'obbligazione garantita dal vincolo pignoratizio, con accensione di ipoteca sui beni attribuiti al socio debitore.

Data l'identità di *ratio*, tale soluzione troverebbe applicazione in tutti i casi in cui al socio venisse attribuita una porzione del patrimonio della società. Il che è quanto si verificherebbe nell'ulteriore ipotesi in cui la società dovesse deliberare la riduzione volontaria del capitale sociale (art. 2445, 1° comma c.c.) rimuovendo, quindi, il vincolo di indisponibilità che grava su una corrispondente parte del patrimonio netto. In quanto riduttiva della consistenza del patrimonio sociale, anche questo tipo di operazione potrebbe, a maggior ragione, rivelarsi pregiudizievole per il creditore pignoratizio, il quale vedrebbe comunque diminuire l'oggetto sostanziale della sua garanzia.

Anche in tale fattispecie, dunque, il problema relativo all'estensione del vincolo pignoratizio alla parte del patrimonio che venisse rimborsata – in denaro o in natura – al socio debitore a fronte dell'annullamento delle sue azioni o della diminuzione del loro valore nominale, andrebbe risolto positivamente, con la conseguente applicazione dell'art. 2803 c.c..⁽⁴⁵⁾

Sulla base di quanto sin qui affermato sarebbe, altresì, possibile individuare quale sia la sorte del diritto di pegno laddove, a seguito della perdita totale del capitale sociale, la società dovesse decidere di deliberarne l'azzeramento e la sua contestuale ricostituzione (art. 2447 c.c.).

Innanzitutto, è da precisare che, per effetto della riduzione a zero del capitale sociale, l'unica utilità delle vecchie azioni risiederebbe nel diritto d'opzione.

E quindi, ove la società decidesse di procedere alla ricostituzione del capitale sociale ed il socio debitore, titolare della partecipazione vincolata, dovesse esercitare il suo diritto d'opzione sottoscrivendo parte del deliberato aumento, dovrebbe escludersi l'estensione del diritto di pegno – vantato dal creditore antecedentemente alla delibera *de qua* – alle nuove azioni, al pari dell'aumento oneroso del capitale sociale.

Posto, allora, che una siffatta delibera comporterebbe la perdita di qualsiasi diritto sul patrimonio sociale per il creditore pignoratizio e che lo stesso sarebbe, comunque, legittimato all'esercizio del voto in assemblea, ben difficilmente ne voterebbe l'adozione.

Con più probabilità, infatti, si esprimerebbe a favore della liquidazione della società.⁽⁴⁶⁾ D'altronde, nell'ipotesi di riduzione a zero del capitale sociale, la partecipazione potrebbe presentare ancora un suo contenuto economico al quale, come in precedenza detto, potrebbe estendersi il vincolo pignoratizio.

Ed infatti, nonostante la perdita integrale del capitale sociale, il patrimonio della società potrebbe conservare un attivo netto ad esempio perché valori come l'avviamento non risultano iscritti in bilancio, ovvero perché nel bilancio stesso determinati beni figurano iscritti per valori estremamente prudenziali.⁽⁴⁷⁾

Pertanto, qualora a seguito dell'integrale perdita del capitale sociale, venisse

deliberato lo scioglimento della società, il creditore pignoratizio avrebbe, almeno, diritto di soddisfarsi sull'eventuale quota di liquidazione spettante al socio debitore, le cui azioni sono costituite in pegno.

Una diversa lettura, sia pure limitatamente al problema dell'estensione del vincolo alle azioni optate ed al ricavato della vendita del diritto d'opzione verrebbe, infine, offerta sulla base di un'interpretazione estensiva dell'art. 2352 c.c., 2° comma c.c..

In particolare, dal riconoscimento della spettanza al socio debitore delle azioni optate, nonché dall'inciso "per conto" attinente alle modalità di vendita del diritto d'opzione tramite un intermediario a ciò autorizzato, sarebbe legittimo dedurre la volontà del legislatore di attribuire al socio debitore sia le azioni optate che il corrispettivo della vendita dell'opzione libere dal vincolo reale. ⁽⁴⁸⁾

La suddetta interpretazione, si sostiene, sarebbe quella più coerente e maggiormente praticabile, alla luce di una valutazione comparativa degli interessi in gioco nella specifica operazione di aumento oneroso del capitale sociale.

E precisamente, quello del socio debitore ad ottenere le azioni sottoscritte con l'opzione libere da vincoli, e del creditore pignoratizio a non vedere diminuito, o del tutto pregiudicato, l'oggetto della sua garanzia. Il che, in particolare, si verificerebbe solo nel caso in cui il deterioramento, conseguente all'operazione di aumento del capitale sociale a pagamento, fosse significativo e, altresì, non contingente. Non ogni operazione di aumento a titolo oneroso del capitale sociale sarebbe, dunque, idonea ad incidere negativamente sul valore economico delle azioni vincolate, ⁽⁴⁹⁾ ma solo quella che possa compromettere l'adempimento dell'obbligazione garantita. ⁽⁵⁰⁾

Naturalmente, al fine di evitare l'annacquamento patrimoniale delle azioni sottoposte al vincolo e la correlativa insufficienza della garanzia, il creditore potrebbe pur sempre valersi di quegli strumenti generali, predisposti dall'ordinamento giuridico, nel caso di deterioramento della "cosa data in pegno" (art. 2795 c.c., in combinato disposto con l'art. 2743 c.c.). ⁽⁵¹⁾

Essendo, dunque, la diminuzione solo eventuale, non si vedrebbe il motivo, di concludere per una estensione automatica del vincolo alle azioni optate o ai proventi della vendita del diritto d'opzione. Ciò, semmai, potrebbe costituire oggetto di una specifica pattuizione tra le parti. ⁽⁵²⁾

Sviluppando tale posizione, si potrebbero estendere i risultati circa la non estensione del pegno al ricavato della vendita del diritto d'opzione anche alle fattispecie, per alcuni versi simili, della riduzione reale del capitale sociale e dell'assegnazione di beni al socio in caso di liquidazione della società.

Anche in tali ipotesi, infatti, si avrebbe un'attribuzione al socio di "utilità" già ricomprese nella partecipazione sociale. E anche qui, il creditore pignoratizio po-

trebbe tutelare le proprie pretese utilizzando quei rimedi generali di cui agli artt. 2795 c.c. e 2743 c.c..

Tali conclusioni, non evidenziate espressamente in dottrina, potrebbero costituire la naturale evoluzione interpretativa della teoria da ultimo sostenuta in ordine al ricavato della vendita del diritto d'opzione.

Il dubbio è legittimo in quanto punto di partenza per entrambe le posizioni sostenute in dottrina è l'estensione automatica o meno del pegno al corrispettivo della cessione del diritto d'opzione.

La risposta a tale interrogativo, infatti, sembra condizionare la soluzione relativamente alle ulteriori due fattispecie (riduzione reale del capitale sociale e liquidazione).

L'ultima vicenda, cui prestare attenzione, è rappresentata dalla trasformazione della società. Anche in questo caso, si potrebbe chiedere, quale sia la sorte del vincolo pignoratizio costituito antecedentemente alla modifica societaria.

Una prima risposta potrebbe rinvenirsi tanto nella natura stessa dell'istituto, quanto nella lettera della legge. La trasformazione, infatti, modifica in modo più o meno rilevante l'intero assetto organizzativo della società preesistente, ma non la estingue. È la stessa società che continua a vivere in una rinnovata veste giuridica e che, appunto, "*conserva i diritti e gli obblighi e prosegue in tutti i rapporti anche processuali dell'ente che ha effettuato la trasformazione*" (art. 2498 c.c.).⁽⁵³⁾

Ad ogni modo, nessun dubbio porrebbe un'eventuale vicenda modificativa del tipo sociale da s.p.a. in s.r.l..

Allo stato attuale della legislazione, la disciplina specificamente dettata per le società per azioni (art. 2352 c.c.) risulta, altresì, applicabile alle società a responsabilità limitata.

L'art. 2471-*bis* c.c., introdotto *ex novo* recita, infatti, che: "*La partecipazione può formare oggetto di pegno...salvo quanto disposto dal terzo comma dell'articolo che precede, si applicano le disposizioni dell'art. 2352*".⁽⁵⁴⁾ Fatta eccezione, dunque, per quanto stabilito dall'art. 2471, 3° comma c.c., in ordine alla espropriazione della partecipazione non liberamente trasferibile, il riformatore rinvia espressamente alla disposizione di cui all'art. 2352 c.c., così riconoscendo la compatibilità della suddetta normativa con la struttura organizzativa delle s.r.l..⁽⁵⁵⁾ Il che è ovvio, fermi restando gli adattamenti pur sempre connessi alle peculiarità inerenti al contenuto della partecipazione in tale tipo sociale.

Nel disporre in questi termini il legislatore pone, dunque, definitivamente termine al problema da tempo risolto dalla dottrina – nonostante l'assenza di una precisa previsione legislativa sul punto – della liceità della sottoposizione a pegno della quota di società a responsabilità limitata.⁽⁵⁶⁾ Meno pacifica, semmai, era la questione sull'ammissibilità di tale vincolo relativamente alle quote che per previsione sta-

tutaria non fossero liberamente trasferibili. A tal proposito, alla luce della nuova disposizione, ed in particolare del secondo periodo dell'art. 2471-*bis* c.c., sembrerebbe potersi concludere in senso positivo,⁽⁵⁷⁾ contrariamente a quanto in merito sostenuto sotto il vigore del preesistente sistema normativo, dalla dottrina prevalente.⁽⁵⁸⁾

Sulla base dell'opinione dominante, è da ritenere, infine, che anche la quota di una società personale possa costituire oggetto del diritto reale di garanzia.⁽⁵⁹⁾

Pertanto, anche a fronte di una trasformazione di una società di capitali in una società di persone, il pegno precedentemente esistente si trasferirebbe proporzionalmente sulla quota sociale rappresentativa della partecipazione del socio debitore nella "nuova" società.

Ciò beninteso con la precisazione che, se per effetto della trasformazione, il socio che avesse dato in pegno le proprie azioni assumesse responsabilità illimitata sarebbe necessario, al fine dell'assunzione della relativa delibera di trasformazione, il consenso del socio debitore oltre che quello del creditore pignoratizio, ai sensi dell'art. 2500-*sexies*, 1° comma c.c., il quale recita "*che è comunque richiesto il consenso del soci che con la trasformazione assumono responsabilità illimitata*".

4. Conclusioni

Dall'analisi appena condotta non sembrerebbe azzardato concludere che la disciplina di cui all'art. 2352 c.c., anziché risolvere, avrebbe nella sostanza acuito il problema inerente alla sorte del diritto reale di garanzia sulle azioni, a seguito di operazioni sul capitale sociale.

Eccezion fatta per l'ipotesi espressamente regolata dell'aumento gratuito (art. 2352, 3° comma c.c.), relativamente alle altre vicende societarie – data la frammentarietà della norma – ogni posizione sarebbe astrattamente sostenibile.

Quanto appena detto, però, richiede una riflessione ulteriore.

È da evidenziare come le stesse opinioni – seppur parzialmente divergenti nelle rispettive soluzioni proposte – finiscano, in un modo o nell'altro, per demandare all'autonomia delle parti del rapporto pignoratizio la puntuale regolamentazione della materia.

Infatti, anche coloro i quali muovono dal presupposto dell'estensione automatica del vincolo pignoratizio tanto al ricavato della vendita del diritto d'opzione, quanto alla parte di patrimonio eventualmente restituita al socio debitore, e concludono per la conversione automatica dell'oggetto del pegno, indipendentemente da un accordo in tal senso intervenuto tra il creditore pignoratizio ed il socio debitore, si vedrebbero, comunque, "costretti" a ricorrere a quell'accordo al fine di individuare una possibile soluzione, laddove in sede di liquidazione al socio venissero attri-

buiti beni non suscettibili di essere concessi in pegno ed il credito garantito non fosse ancora scaduto.

Ed ugualmente chi, per un verso non ammette – per le motivazioni sopra specificate – l'automaticità della estensione ma, per altro, non esclude che le parti possano decidere di convenire diversamente.

È ragionevole concludere, dunque, che da un punto di vista operativo la soluzione migliore sia quella di demandare all'autonomia delle parti la puntuale regolamentazione degli aspetti che, nel singolo caso concreto, le stesse dovessero ritenere maggiormente meritevoli di tutela.

E ciò vale ancor più, tenuto conto della naturale divergenza degli interessi in gioco nel fenomeno del pegno su azioni – quello del socio debitore ad una corretta e proficua gestione societaria e quello del creditore pignoratizio alla tutela e alla conservazione del "valore" della garanzia – e della conseguente necessità di trovarvi adeguata composizione.

In tal senso, sarebbe opportuno prescindere dalle varie ricostruzioni teoriche del problema dell'estensione ed "affidare" ad entrambe le parti del complesso rapporto pignoratizio la scelta di estendere o meno la garanzia al di là del vincolo originario, di sostituire, ma sempre convenzionalmente, l'oggetto della garanzia ⁽⁶⁰⁾ o ancora di come mantenere inalterato nel tempo l'originario valore del "bene" concesso in pegno, soprattutto in presenza di vicende societarie potenzialmente in grado di incidervi.

È chiaro che una pattuizione di tal genere potrebbe o, meglio, sarebbe opportuno riguardasse anche la titolarità e le modalità di esercizio del diritto di voto nelle assemblee ordinarie e straordinarie.

Per come in precedenza osservato, è da escludere che il creditore possa votare per la ricostituzione del capitale a seguito dell'azzeramento, data la perdita nella fattispecie di un qualsiasi diritto sul patrimonio sociale.

Comportamento, questo, che potrebbe risultare lesivo dell'interesse della società alla prosecuzione dell'attività sociale.

Essendo, dunque, il titolare del diritto reale legittimato, "*salvo convenzione contraria*", all'esercizio del diritto di voto, potrebbe incidere in modo significativo sulla vita della società e finanche sulla sua struttura, nell'ipotesi limite di scioglimento anticipato. ⁽⁶¹⁾

A fronte, dunque, di alcune vicende societarie nelle quali l'interesse del socio debitore (o della società) sembra prevalere su quello del creditore pignoratizio, quali ad esempio quelle di aumento, soprattutto se implicano l'esclusione o la limitazione del diritto d'opzione, o quelle che legittimano, in caso di dissenso, il recesso, ovvero di scioglimento della società o revoca dello stato di liquidazione, ⁽⁶²⁾ emerge chiaramente l'opportunità che gli stessi interessi vengano espressamente regolati.

Ad esempio, stabilendo che l'esercizio del diritto di voto sia attribuito al socio debitore piuttosto che al creditore pignoratizio.

Laddove così non fosse il socio potrebbe anche "limitarsi" a fornire delle indicazioni di voto al creditore, ma sarebbero pur sempre delle indicazioni non vincolanti, posto che il creditore è titolare di un diritto autonomo ⁽⁶³⁾.

Certo il debitore potrebbe pur sempre rivalersi, in sede risarcitoria, dell'eventuale pregiudizio subito a seguito del voto espresso dal creditore ⁽⁶⁴⁾. Ma non si può negare che il proprietario dell'azione concessa in pegno rinvia la sua prima e più efficace tutela in sede "preventiva" di attribuzione del voto, piuttosto che successivamente, quando cioè il danno è già stato prodotto.

E così, è indubbio che i rimedi di cui agli artt. 2795 c.c. e 2743 c.c., rispettivamente esperibili prima e dopo la stabilizzazione degli effetti patrimoniali dell'operazione sul capitale sociale, sono sufficientemente idonei a garantire il creditore quanto all'adempimento dell'obbligazione contratta con il socio ma attengono, comunque, ad una situazione di pericolo verificabile (e tra l'altro, di non agevole prova quanto all'*an* e al *quantum*) o già verificatasi.

Situazione che, indiscutibilmente, può essere evitata a priori mediante una definizione contrattuale delle principali questioni connesse al rapporto pignoratizio.

Un accordo così strutturato, conforme, peraltro, alla preminente funzione di garanzia del vincolo pignoratizio, diventa lo strumento più idoneo per cautelarsi degli eventuali pregiudizi che all'una o all'altra parte del rapporto *de qua* potessero derivare dall'attività sociale.

Rocco Guglielmo

1) Si può ricorrere al pegno, per esempio, "al fine di ottenere un mutuo o rafforzare la fiducia da parte dei creditori" o "perché esso costituisce uno strumento che coniuga la possibilità di acquisire garanzie reali al notevole risparmio d'imposta": M. Magri, *La riforma del diritto societario ed il pegno su quote: tra innovazione e continuità*, in *Riv. not.*, 2003, p. 1430, in particolare quanto all'ultima affermazione v. *sub* nota 2; e ancora essere impiegato dagli istituti di credito a garanzia di finanziamenti concessi o da concedere per la realizzazione di operazioni societarie complesse (quali la "ricapitalizzazione o l'acquisto di pacchetti di riferimento o l'attuazione di piani di ristrutturazione di società o gruppi in crisi"), ovvero "essere inserito all'interno di un'operazione di *leveraged buy out* o essere il risultato di una fusione": L. Bullo – C. Sandei, *Il pegno di azioni*, in AA. VV., *Il pegno nei rapporti commerciali*, in *Il diritto privato oggi*, a cura di P. Cendon, Giuffrè 2005, p. 45; F. Bonelli, *Nuove esperienze nella soluzione stragiudiziale della crisi delle imprese*, in *Giur. comm.*, 1997, I, p. 488; per la fusione: F. Carbonetti, *Acquisto del pegno sulle proprie azioni per effetto di fusione*, in *Riv. soc.*, 1995, pp. 575 ss..

- 2) In tal senso: S. Gatti, *La disciplina della circolazione delle partecipazioni sociali secondo il d.lgs. n. 6 del 2003*, in *Riv. dir. comm*, 2003, p. 1.
- 3) Si legge nella Relazione illustrativa al d. lgs. n. 6 del 2003, § 4 n. 2: "*nell'ambito della nuova disciplina delle azioni e degli altri strumenti finanziari partecipativi, sono state introdotte una serie di modifiche di carattere tecnico, essenzialmente intese a risolvere dubbi interpretativi manifestatisi nella prassi (...)*". Ad evidente differenza della Relazione al codice civile del 1942 (n. 959) laddove si afferma che "*con l'art 2352 c.c., si erano volute risolvere una serie di questioni cui aveva dato luogo il silenzio del codice di commercio*".
- 4) D.U. Santosuosso, *La nuova disciplina sulle circolazione e sui vincoli delle azioni*, relazione presentata al Convegno Paradigma *La riforma del diritto societario: nuovi modelli di s.r.l. e s.p.a.*, Milano, 27-29 novembre 2002, p. 4.
- 5) Si ricorda, infatti, che nel codice di commercio del 1882 il pegno era disciplinato – sotto il profilo delle sole modalità di costituzione – dall'art. 455, 2° comma, collocato nell'ambito delle norme generali sul pegno, il quale stabiliva che "*il pegno di azioni...o di altri titoli nominativi può essere costituito mediante annotazione o mediante trasferimento dei titoli nei libri delle società per causa di garanzia*". Norma, invero, che si sosteneva, doveva integrarsi con quanto disposto dall'art. 456 in tema di consegna del titolo al creditore. In tal senso: C. Vivante, *Del contratto di assicurazione, di pegno, di deposito nei magazzini generali*, in *Il cod. di comm. commentato*, Torino 1936, n. 640, p. 489; più in generale, sullo stato della questione nel vigore del cod. di commercio: G. Partesotti, *Usufrutto e pegno di azioni, Azioni e gruppi*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo – G.B. Portale, Torino 1991, 2*, pp. 300 ss.; S. Poli, *Il pegno di azioni*, in *Quaderni di giur. comm.*, Milano 2000, pp. 19 ss..
- 6) E così, anche per l'usufrutto di azioni (art. 2352, 1° comma c.c.). Sulla necessità di rompere la "coabitazione" nel medesimo articolo di due diritti tanto diversi, quanto a struttura e funzione, quali il pegno e l'usufrutto: S. Poli, *Il pegno di azioni, op. cit.*, pp. 617 ss. Per un commento sul 1° comma della disposizione a seguito della riforma, nonché, per una più analitica rassegna bibliografica, si rinvia: AA. VV., *Società per azioni. Azioni, società collegate e controllate, assemblee. La riforma del diritto societario*, a cura di G. Lo Cascio, Milano 2003, 4, sub art. 2352 c.c., pp. 91 ss.; A. Lorenzoni, *Commento sub art. 2352 c.c.*, in AA. VV., in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli – V. Santoro, Torino 2003, 2, pp. 156 ss.; L. Bullo – C. Sandei, *Il pegno di azioni*, pp. 71-89; S. Poli, *Commento sub art. 2352 c.c.*, in *Le nuove leggi civili commentate. Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. M. Alberti, I, Padova 2005, pp. 231 ss.; sul comma in questione prima della novella: G. Partesotti, *Usufrutto e pegno di azioni, op. cit.*, pp. 303 ss.; C. Angelici, *Della società per azioni. Le azioni*, in *Il Codice Civile, Commentario*, diretto da P. Schlesinger, Milano 1992, pp. 196-203.
- 7) Il tenore della norma non lascia alcun dubbio che la regola trovi applicazione per ogni tipo di sequestro: *giudiziario* (art. 670 c.p.c.), *conservativo* (art. 671 c.p.c.) e *convenzionale* (art. 1798 c.c.) così: U. Morera, *Commento sub art. 2352 c.c.*, in *Società di capitali*, in *Commentario* a cura di G. Nicolini – A. Stagno d'Alcontres, Napoli 2004, I, p. 316. Il legislatore ha accolto l'opinione già espressa precedentemente dalla dottrina e giurisprudenza prevalenti, almeno in relazione al sequestro giudiziario; meno pacifica la soluzione quanto al sequestro conservativo. Per il dibattito sul punto: G. Partesotti, *Usufrutto e pegno di azioni, op. cit.*, pp. 356 ss.; U. Morera, *Contributo allo studio del sequestro di azioni e quote di società*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1986, I, pp. 525 ss..
- 8) Sul quale: G. Partesotti, *Usufrutto e pegno di azioni, op. cit.*, pp. 339-340; S. Poli, *Il pegno di azioni, op. cit.*, pp. 610 ss.; G.F. Campobasso, *Diritto commerciale. Diritto delle società*, Torino 2002, 2, p. 238; R. Cavallo Borgia, *Le azioni e le obbligazioni*, in *Le società*, diretto da F. Galgano, Torino 2002, X, pp. 123 ss.; F. jr. Ferrara – F. Corsi, *Gli imprenditori e le società*, Milano 2001, pp. 430 ss..

- 9) Nel caso di usufrutto, l'obbligo incombe sull'usufruttuario, "salvo il suo diritto alla restituzione al termine dell'usufrutto" (ex art. 2352, 4° comma c.c.). Nulla è detto, invece, in ordine al sequestro di azioni. Sul punto: A. Lorenzoni, *Commento sub art. 2352 c.c., op. cit.*, pp. 157-158.
- 10) Prosegue la disposizione: "qualora il socio non provveda almeno tre giorni prima della scadenza al versamento delle somme necessarie per l'esercizio del diritto d'opzione e qualora gli altri soci non si offrano di acquistarlo, questo deve essere alienato per suo conto a mezzo banca od intermediario autorizzato alla negoziazione nei mercati regolamentati". Con un nuovo precetto normativo, quindi, il legislatore introduce a favore dei soci diversi dal debitore pignoratizio un diritto di prelazione sull'acquisto del diritto di opzione incorporato da azioni soggette alla garanzia reale. Il riconoscimento di tale diritto probabilmente determinato dall'esigenza di consentire agli azionisti di rafforzare la propria posizione all'interno della società pone molteplici dubbi interpretativi. Tra i quali, ad esempio, quello in ordine ai termini e alle modalità di esercizio dello stesso, ovvero al rapporto con l'ulteriore diritto di prelazione sull'acquisto di cui all'art. 2441, 3° comma c.c.. Per un esame più dettagliato delle varie problematiche: S. Poli, *Commento sub art. 2352 c.c., in Il nuovo diritto delle società, op. cit.*, pp. 289 ss. il quale termina la propria analisi sul comma affermando l'opportunità di un intervento statutario in materia al fine di "circoscrivere il contenzioso che le nuove norme sembrano idonee a creare" (p. 294).
- 11) E, per legge, anche l'usufrutto o il sequestro (art. 2352, 3° comma c.c.).
- 12) Testualmente: "Nel caso di usufrutto spettano all'usufruttuario; nel caso di sequestro sono esercitati dal custode".
- 13) T. Ascarelli, *Riflessioni in tema di titoli azionari, personalità giuridica e società di società, Saggi di diritto commerciale*, Milano 1955, pp. 233 ss. (in particolare in nota 29); G.C.M. Rivolta, *Pegno ed usufrutto di quote di società a responsabilità limitata e diritto di voto*, in *Riv. dir. comm.*, 1961, pp. 228 ss.; C. Angelici, *Le azioni, op. cit.*, pp. 203 ss.; nello stesso senso, in giurisprudenza: Trib. Roma, 5 giugno 1968, in *Giur. merito*, 1969, I, 168, Cass., 2 agosto 1977, n. 3422, in *Giur. comm.*, 1978, II, 24; *contra*: B. Visentini, voce *Azioni di società, op. cit.*, p. 1001; S. Poli, *Il pegno di società, op. cit.*, pp. 453 ss.; G.F. Campobasso, *Diritto Commerciale. 2. Diritto delle società*, Torino 2002, p. 237.
- 14) In tal senso: G.F. Campobasso, *La riforma delle società di capitali e delle cooperative. Aggiornamento 5 ed. Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, a cura di M. Campobasso, Torino 2003, p. 59; Associazione Disiano Preite, *Il nuovo diritto delle società. Società di capitali e cooperative*, a cura di Olivieri, Presti, Vella, Bologna 2004, p. 102 ove gli altri diritti amministrativi vengono espressamente identificati con tutti i diritti a carattere non meramente patrimoniale diversi dal voto; ancora *contra*, però: F. Di Sabato, *Diritto delle società*, Milano 2003, p. 209 secondo il quale: "i diritti in questione non possono essere esercitati disgiuntamente in quanto la società non è tenuta a subire l'esercizio dei diritti sociali da parte di più soggetti per le stesse azioni (art. 2347 c.c.)".
- 15) G. Santini, *Cessione di credito garantita da pegno di azioni e diritto di voto*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1954, p. 296; N. Gasperoni, *Modalità di costituzione del pegno sui titoli azionari nominativi e legittimazione del creditore pignoratizio*, in *Banca, borsa e tit. di cred.*, 1951, II, p. 311 ss.; E. Gabrielli, *Il pegno "anomalo"*, Padova 1990, p. 336; F. Galgano, *Diritto civile e commerciale*, II, 2, Padova 1993, p. 398: "l'azione è, nella sua materialità, un bene mobile, che può formare oggetto di diritti e del quale si può disporre come di qualsiasi altro bene mobile: del quale si può essere proprietari o possessori...che si può vendere..., costituire in pegno...". Il diritto del socio di dare in pegno la propria partecipazione attiene, dunque, alla facoltà di "disporre" della stessa, nel senso dell'art. 832 c.c.: F. Galgano – R. Genghini, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, Padova 2003, XXIX, 1, 2 ed., p. 125.
- 16) D. Rubino, *La responsabilità patrimoniale. Il pegno*, in *Trattato di diritto civile*, fondato da Vassalli, Torino 1956, p. 235; G. Gorla – P. Zanelli, *Del pegno. Delle ipoteche*, in *Commentario del codice civile*, a cura di A. Scialoja – G. Branca, Bologna 1992, p. 49: "il pegno ha per oggetto il diritto incor-

porato nel documento"; F. Realmonte, *Il pegno*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, 19, 1, Torino 1997, pp. 810 ss..

- 17) C. Angelici, *Le azioni*, *op. cit.*, p. 192 ss.; E così sostanzialmente: G. Partesotti, *Usufrutto e pegno di azioni*, *op. cit.*, pp. 301 ss.; e prima ancora: A. Asquini, *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1947, II, p. 12.
- 18) In questo senso ancora: C. Angelici, *Le azioni*, *op. cit.*, p. 193, *sub nota* 4. L'Autore precisa (p. 192) che in tal modo non "si intende in effetti negare che, a seconda del contesto e dei problemi operativi che si vogliono risolvere, sia possibile considerare la partecipazione azionaria a volte come "diritto", a volte come "bene", quanto che sarebbe contraddittorio avvalersi di entrambe le prospettive nell'ambito del medesimo discorso".
- 19) S. Poli, *Il pegno di azioni*, *op. cit.*, p. 95; E. Gabrielli, *Il pegno*, in *I diritti reali*, 5, in *Trattato di diritto civile*, diretto da R. Sacco, Milano 2005, p. 186; in giurisprudenza: fin da Cass., 8 giugno 1954, n. 1871, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1955, II, p. 163; Cass., 22 ottobre 1963, n. 2799, *ivi*, 1964, II, p. 27; Cass., 25 novembre 1977, n. 5136, in *Giust. civ.*, 1978, II, p. 425; Cass., 23 ottobre 1998, n. 10526, in *Giur. it.*, 1999, p. 96; ed in *Giust. civ.*, 1999, II, p. 2115, con nota di A. Schermi, *Riflessioni sul pegno; in particolare, il pegno di titoli di credito all'ordine*; nella giurisprudenza di merito: Trib. Firenze, 1° dicembre 1994, in *Arch. civ.*, 1994, p. 1064; Trib. Torino, 21 febbraio 1997, in *Fall.*, pp. 767 ss..
- 20) S. Poli, *Il pegno di azioni*, *op. cit.*, pp. 94 ss., secondo il quale "il pegno di azioni sarebbe disciplinato dalle norme di cui agli artt. 2786 ss. c.c., integrate, in riferimento alle forme dello spossessamento, dalle norme speciali del R.D. n. 239/1942", anziché dagli artt. 2800-2806 c.c. relativi, appunto, al pegno di crediti.
- 21) Cass., 12 luglio 2002, n. 10144, in *Giust. civ.*, 2003, I, p. 383 con nota di G. Vidiri, *Pegno di azioni, diritti del creditore pignoratizio e recesso ex art. 2437*; ed in *Foro it.*, 2003, I, p. 1194, con nota di M. Silveti.
- 22) In questi termini: S. Poli, *Il pegno di azioni*, *op. cit.*, pp. 97- 103, il quale, per un verso precisa (p. 97) che "L'utilità che il pegno crea verso la cosa non è costituita dall'esercizio delle facoltà di utilizzazione del bene, bensì dalla creazione di una riserva di utilità a garanzia dell'adempimento di una o più obbligazioni"; per altro ancora (p. 101), che "nel pegno di azioni, si configura una certa rilevanza della consistenza del patrimonio sociale in relazione al rapporto tra socio debitore e creditore pignoratizio, indipendentemente da qualsiasi pattuizione espressa in tal senso" a differenza di quanto accade in tema di trasferimento delle azioni, laddove il cedente non è tenuto, salvo espressa pattuizione, a garantire in alcun modo la composizione qualitativa del patrimonio sociale. In quest'ultimo senso, si vedano, tra le tante sentenze della Suprema Corte: Cass., 29 agosto 1955, n. 9067, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1957, II, p. 18; Cass., 21 giugno 1996, n. 5773, in *Soc.*, 1997, pp. 33 ss.; Cass., 20 febbraio 2004, n. 3370, in *Vita not.*, 2004, p. 1031.
- 23) E così, R. Sacchi, *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. - Profili procedurali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo – G.B. Portale, Torino 1994, 3*, p. 354; S. Poli, *Il pegno di azioni*, *op. cit.*, p. 103; conforme alla dottrina anche la giurisprudenza di legittimità, in particolare: Cass., 12 luglio 2002, n. 10144, *cit.*.
- 24) G. Santini, *Cessione di credito garantita da pegno di azioni e diritto di voto*, *op. cit.*, p. 296, in nota 46; R. Nobili, *Contributo allo studio del diritto di opzione nelle società per azioni*, Milano 1958, p. 280; R. Sacchi, *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a.*, *op. ult. cit.*, espressamente (p. 354): "l'oggetto della garanzia, nel caso di pegno di azioni, è costituito dal valore patrimoniale delle azioni"; ad analoga conclusione giunge: S. Poli, *Il pegno di azioni*, *op. cit.*, pp. 104-106.
- 25) S. Poli, *Il pegno di azioni*, *op. cit.*, pp. 105 ss.; in particolare (p. 107): "il valore patrimoniale netto delle azioni concesse in pegno deve essere integrato dal premio di maggioranza qualora il pegno abbia ad oggetto il pacchetto azionario di controllo. È infatti plausibile che in relazione a tale pacchetto le parti del rapporto pignoratizio abbiano tenuto presente il valore aggiunto che assumono le

azioni che consentono la gestione della società"; sulla inidoneità del valore contabile delle azioni a rappresentare l'effettiva consistenza patrimoniale dei titoli, seppur limitatamente al caso di rimborso delle azioni al socio recedente: L. De Angelis, *Sui criteri di valutazione delle azioni del socio recedente*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1977, pp. 1521 ss.; G. Grippo, *Il recesso del socio*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo – G.B. Portale, Torino 1993, 6*, p. 189.

- 26) La scelta effettuata dal legislatore sarebbe coerente con la neutralità organizzativa e patrimoniale che caratterizza l'aumento gratuito del capitale sociale. Così espressamente: S. Poli, *Commento sub art. 2352 c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società*, op. cit., p. 288; sul carattere neutrale dell'operazione, per tutti: C. Angelici, *Le azioni*, op. cit., p. 213. Un dubbio potrebbe semmai sorgere relativamente all'ipotesi in cui le riserve da utilizzare per l'aumento gratuito fossero state create in un momento successivo alla costituzione del pegno. Secondo taluno il dubbio andrebbe sciolto nel senso che se la società produce utili il pegno si estende (automaticamente) agli *"Incrementi patrimoniali realizzati dopo la costituzione del vincolo"*: G. Lo Iacono – G. Marozz, *Pegno di azioni di s.p.a. ed operazioni sul capitale*, in *Riv. not.*, 2004, p. 1364. Il dubbio, però, resta nel caso in cui le riserve siano state create non con utili non distribuiti ma con apporti dei soci successivamente alla costituzione del pegno.
- 27) A. Asquini, *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, op. cit., pp. 26 ss.; T. Ascarelli, *Diritto di opzione e usufrutto di azioni*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1949, pp. 279-280; W. Bigiavi, *Estensione dell'usufrutto alle azioni optate*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1947, pp. 595-596; C. Angelici, *Le azioni*, op. cit., pp. 213 ss.; G. Partesotti, *Usufrutto e pegno di azioni*, op. cit., p. 331; nella manualistica di diritto commerciale e societario: F. Di Sabato, *Manuale delle società*, Torino 1995, p. 335; G. Cottino, *Le Società. Diritto commerciale*, 1, 2, Padova 1999, p. 392; G.F. Campobasso, *Diritto commerciale*, op. cit., p. 238. In argomento, le pronunce di merito: Trib. Udine, 22 novembre 1983 e *contra*, invece, Trib. Roma, 12 aprile 1943 sulle quali: S. Poli, *Il pegno di azioni*, op. cit., p. 571 nota 151, ove, inoltre, puntuali riferimenti bibliografici sul tema.
- 28) A. Asquini, *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, op. cit. p. 27; G. Partesotti, *Usufrutto e pegno di azioni*, op. cit., p. 330.
- 29) M. Cera, *Il passaggio di riserve a capitale*, Milano 1988, pp. 61 ss..
- 30) Pur in assenza di una specifica disposizione, la maggior parte degli interpreti concorda nel ritenere che al creditore pignoratizio spettino i dividendi dei quali venga deliberata la distribuzione. E ciò, in base al principio generale desumibile per il pegno dall'art. 2791 c.c. (o 2802 c.c.): G. Partesotti, *Usufrutto e pegno di azioni*, op. cit. pp. 326-328; C. Angelici, *Le azioni*, op. cit., pp. 209 ss.; G.F. Campobasso, *Diritto commerciale*, op. cit., p. 238; F. Ferrara – F. Corsi, *Gli imprenditori e le società*, Milano 1996, p. 464; F. Di Sabato, *Manuale delle società*, op. cit., pp. 335 ss.; U. Morera, *Contributo*, op. cit., p. 540; S. Poli, *Il pegno di azioni*, op. cit., pp. 500 ss.; di contrario avviso: F. Mes-sineo, *Aumento di capitale e azioni date a pegno o riporto*, in *Studi di diritto delle società*, Milano 1949, pp. 125 ss. il quale, inoltre, esclude che allo stesso creditore possano attribuirsi gli utili realizzati dall'impresa sociale: Id, *Variazioni del capitale e collazione di azioni donate*, in *Studi di diritto delle società*, Milano 1958, p. 233; in tal senso, ancora, T. Ascarelli, *Riflessioni in tema di titoli azionari e società tra società*, in *Saggi di diritto commerciale*, Milano 1955, p. 227.
- 31) Così: S. Poli, *Il pegno di azioni*, op. cit., pp. 576 ss.. L'Autore giustifica, sul piano sostanziale, l'estensione del pegno alle azioni gratuite, *"per il fatto che il "conferimento" in senso lato che dà causa all'emissione di tali titoli...viene effettuato, ognuno in relazione alla natura del proprio diritto reale, tanto dal socio, quanto dal creditore pignoratizio"*. Sulla qualificazione del sacrificio degli azionisti a seguito dell'operazione in termini di vero e proprio conferimento: M. Cera, *Il passaggio di riserve a capitale*, op. cit., p. 67.
- 32) Pur rimanendo inalterata la quota proporzionale di patrimonio rappresentata dalle singole azioni, diminuisce in valore assoluto la frazione di capitale nelle stesse incorporate.

- 33) Posto che le perdite patrimoniali della società possono essere assimilate ai "deterioramenti della cosa data in pegno" presi in considerazione dall'art. 2795 c.c. del tutto legittimo, è che il creditore chieda al giudice la vendita anticipata dell'oggetto della garanzia.
- 34) A. Magnani, *Il contratto di cessione del diritto di opzione su partecipazioni societarie*, in *Riv. not.*, 1997, p. 1083, richiamando P. Pitter, *Commento sub art. 2441 c.c.*, in *Commentario breve al codice civile*, a cura di G. Cian – A. Trabucchi, Milano 1992, p. 2041; G.F. Campobasso, *Diritto commerciale, op. cit.*, p. 492; Id, *La riforma delle società di capitali e delle cooperative*, Torino 2003. p. 168; R. Rosapepe, *Modifiche statutarie e recesso*, in AA. VV., *Diritto delle società di capitali*, Milano 2003, p. 292; M. Cicone, *Commento sub art. 2441 c.c.*, in *Codice civile ipertestuale, Commentario con banca dati di giurisprudenza e legislazione*, a cura di G. Bonilini – M. Confortini – C. Granelli, artt. 1742-2969, **, Milano 2005, p. 4664.
- 35) M. Granatiero, *Poteri e facoltà del creditore nel pegno di azioni*, in *Giur. comm.*, 2002, II, p. 431.
- 36) La questione oggetto di una *querelle* piuttosto accesa tra Autori illustri tra la fine degli anni Quaranta e gli inizi del decennio successivo ha, invero, principalmente riguardato la fattispecie dell'usufrutto di azioni ed in via incidentale quella del pegno. Di tale disputa nel presente studio vengono richiamate le posizioni più importanti, rinviando per una analitica e più accurata ricostruzione delle stesse a: S. Poli, *Il pegno di azioni, op. cit.*, pp. 537 ss..
- 37) G. Ferri, *Le società*, Torino 1989, p. 503. Diversa la conclusione quanto all'usufrutto di azioni. Lo stesso Autore, in un primo intervento, *Usufrutto di azioni e assegnazione di azioni gratuite*, in *Dir. prat. comm.*, 1943, II, p. 69, reso a commento della sentenza del Trib. Roma, 12 aprile 1943 (ivi contenuta), afferma la non estensibilità dell'usufrutto alle azioni optate; in un secondo momento, sempre con nota redazionale ad una sentenza del Trib. Roma, 2 aprile 1947 (in *Foro it.*, 1947, p. 516), muta la propria opinione sostenendo che il diritto di usufrutto, invece, investe sia le azioni optate sia il corrispettivo della cessione del diritto d'opzione, in applicazione della norma dell'art. 1998 c.c. per cui "*il godimento dell'usufruttuario si estende ai premi e alle altre utilità aleatorie prodotte dal titolo*", tra le quali rientra senza dubbio il diritto d'opzione.
- 38) W. Bigiavi, *Estensione dell'usufrutto alle azioni optate, op. cit.*, 1947, pp. 584 ss.. Nel saggio la questione è affrontata esclusivamente in relazione al diritto di godimento e non vi è alcun cenno in merito all'ipotesi del pegno di azioni. Tuttavia, l'argomentazione addotta dall'Autore a sostegno della propria tesi è adattabile anche a quest'ultima fattispecie.
- 39) A. Asquini, *Usufrutto di quote sociali e azioni, op. cit.*, pp. 30 ss. che sempre relativamente all'usufrutto specifica: "*il diritto d'opzione è un elemento patrimoniale dell'azione, per cui l'usufrutto dell'azione si estende ad esso (...) nel caso di alienazione del diritto d'opzione, l'usufrutto cade sulla somma ricavata conformemente al disposto dell'art. 1000 c.c.*". Analoga conclusione viene espressamente estesa al caso di pegno di azioni.
- 40) Nel senso di negare l'estensione del pegno alle azioni optate: G. Frè, *Società per azioni*, in *Commentario del codice civile (artt. 2325-2461 c.c.)*, a cura di A. Scialoja – G. Branca, Bologna-Roma, 1982, pp. 221 ss.; B. Visentini, voce *Azioni di società, op. cit.*, p. 1002 in nota 64; G. Partesotti, *Usufrutto e pegno di azioni, op. cit.*, pp. 337 ss.; C. Angelici, *Le azioni, op. cit.*, pp. 211 ss.; G.F. Campobasso, *Diritto commerciale, op. cit.*, p. 238; M. Magri, *La riforma del diritto societario ed il pegno su quote: tra innovazione e continuità, op. cit.*, p. 1440; all'opposto, invece, chi ritiene che il pegno (o l'usufrutto) si estendano su tutte le azioni optate: F. Ferrara jr. – F. Corsi, *Gli imprenditori e le società*, Milano 2001, p. 429; F. Di Sabato, *Manuale delle società, op. cit.*, p. 335 secondo cui il pegno di azioni si estende alle azioni optate dal socio argomentando ex art. 2811 c.c., in tema di estensione dell'ipoteca ai miglioramenti ed alle accessioni, dal quale si può ricavare un principio di elasticità della garanzia in applicazione del quale opererebbe tale estensione. L'affermazione *de qua* viene criticata da: S. Poli, *Il Pegno di azioni, op. cit.*, p. 566, *sub nota* 143 il quale, invece, ritiene che l'articolo in questione (art. 2811 c.c.) "*potrebbe semmai costituire argomento ad adiuvandum per confermare la tesi dell'estensione in relazione all'aumento gratuito*"; o quanto meno su una par-

te delle stesse corrispondente al valore di mercato del diritto d'opzione: R. Nobili, *Contributo*, *op. cit.*, pp. 280 ss. e sostanzialmente G. Meo, *Usufrutto azionario e azioni optate: considerazioni su un vecchio problema*, in *Giur. comm.*, 1988, pp. 723 ss.; per la non estensione del vincolo pignoratorio limitatamente al corrispettivo realizzato dal socio dalla vendita del diritto d'opzione: N. Gasperoni, *Usufrutto di azioni e diritto d'opzione*, in *Riv. dir. comm.*, 1943, II, pp. 169 ss.; B. Visentini, voce *Azioni di società*, *op. ult. cit.*, p. 1002; G. Frè, *Società per azioni*, *op. ult. cit.*, p. 223; G. Partesotti, *Usufrutto e pegno di azioni*, *op. cit.*, pp. 331 ss.; *contra*, coloro i quali propendono per l'estensione del pegno alle somme riscosse dal socio a seguito della vendita del diritto stesso, posta la sua configurabilità quale accessorio del titolo: C. Angelici, *Le azioni*, *op. cit.*, pp. 214 ss.; G.F. Campobasso, *Diritto commerciale*, *op. cit.*, p. 238; F. Ferrara jr. – F. Corsi, *Gli imprenditori e le società*, *op. cit.*, p. 429; F. Di Sabato, *Manuale delle società*, *op. cit.*, p. 335; A. Morano, *La costituzione in pegno di azioni e quote di società di capitali*, in *Riv. not.*, 2004, p. 1167; in quest'ultimo senso in giurisprudenza: Trib. Monza, 11 gennaio 1996, in *Soc.* 1996, p. 706; in una sentenza più recente, invece, sempre dello stesso Tribunale, si sostiene espressamente che: "*in ipotesi di aumento del capitale a pagamento, il pegno eventualmente gravante sulle azioni si estende ai titoli optati ovvero al ricavato della vendita dell'opzione*" (Trib. Monza, 10 luglio 2000, in *Giur. comm.*, 2002, II, pp. 410 ss.).

- 41) Sembra prevalsa in dottrina la tesi formulata prima da W. Bigiavi e ripresa poi da C. Angelici. Sulla base del nuovo testo sembrerebbe, dunque, pacifica l'estensione del diritto di pegno al ricavato della vendita del diritto d'opzione: F. Corsi, *Le nuove società di capitali*, Milano 2003, p. 131; F. Di Sabato, *Diritto delle società*, Milano 2003, p. 209; G. Lo Iacono – G. Marcoz, *Pegno di azioni di s.p.a. ed operazioni sul capitale*, *op. cit.*, p. 1370.
- 42) C. Angelici, *Le azioni*, *op. cit.*, p. 218; F. Di Sabato, *Diritto delle società*, Milano 2003, p. 209; S. Poli, *Il pegno di azioni*, *op. cit.*, p. 566: "*il creditore risulta estraneo al sinallagma sottostante alla emissione delle nuove azioni, ancorché dall'operazione di aumento a pagamento possa derivarne una diminuzione, dall'esterno del valore dell'oggetto della garanzia*".
- 43) C. Angelici, *Le azioni*, *op. cit.*, pp. 216-218. In merito a quanto sostenuto dall'Autore, viene evidenziato come pur essendo lo stesso uno dei principali fautori della lettura societaria del pegno (ed usufrutto) su azioni giustifichi la propria conclusione in chiave dominicale, sulla base dell'analogia con le soluzioni previste dall'art. 2803 c.c. (e art. 1000 c.c. per l'usufrutto), così espressamente: S. Poli, *Commento sub art. 2352 c.c.*, *op. cit.*, p. 284 nota 177.
- 44) In questo senso: C. Angelici, *Le azioni*, *op. cit.*, p. 217.
- 45) G. Lo Iacono – G. Marcoz, *Pegno di azioni di s.p.a. ed operazioni sul capitale*, *op. cit.*, pp. 1366, 1375-1376.
- 46) In questi termini: G. Lo Iacono – G. Marcoz, *Pegno di azioni di s.p.a. ed operazioni sul capitale*, *op. cit.*, p. 1371 ss..
- 47) G.F. Campobasso, *Diritto commerciale*, *op. cit.*, p. 506; G. Ferri, *Le società*, Torino 1985, p. 889; F. Di Sabato, *Manuale delle società*, Torino 1987, pp. 554 ss.; A. Morano, *Estensione del pignoramento di quota di s.r.l.*, in *Soc.*, 1990, p. 1262.
- 48) S. Poli, *Il pegno di azioni*, *op. cit.*, pp. 562 ss.; Id, *Commento sub art. 2352 c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società*, *op. cit.*, pp. 285-286. L'Autore precisa (in *Il pegno di azioni*, p. 566 nota 143) che il limite delle interpretazioni precedenti sarebbe da ravvisare nel fatto che non riescono a "*fornire argomentazioni idonee a superare l'obiezione che il corrispettivo della cessione spetta al soggetto al quale il legislatore espressamente riferisce la titolarità del diritto alienato e per conto del quale (vale a dire nel cui interesse) il negozio è compiuto*"; una lettura analoga viene proposta da: G. Partesotti, *Usufrutto e pegno di azioni*, *op. cit.*, pp. 337-338.
- 49) In particolare si evidenzia che del tutto neutrali nei confronti del creditore pignoratorio sarebbero le operazioni di aumento del capitale a pagamento con esclusione (e *pro quota* limitazione) del diritto d'opzione. In questo caso, infatti, la salvaguardia del valore di mercato delle azioni precedentemente in circolazione deriva dall'obbligo della società di emettere le nuove azioni con adeguato sovrapp-

prezzo ai sensi dell'art. 2441, 6° comma c.c.. Per ipotesi ulteriori: S. Poli, *Il pegno di azioni*, op. cit., pp. 550 ss..

- 50) L'aumento di capitale sociale a pagamento incide in senso negativo sulla funzione satisfattiva che caratterizza il pegno delle azioni. Infatti, a seguito dell'emissione delle nuove azioni la quota di utili destinata, sotto forma di dividendo, al creditore pignoratizio diminuisce dato che alla percezione partecipano un numero maggiore di azioni: S. Poli, op. ult. cit., p. 554.
- 51) In tal senso si sono espressi oltre il citato S. Poli, anche: G.F. Campobasso, *Diritto commerciale*, op. cit., p. 238; G. Partesotti, *Usufrutto e pegno di azioni*, op. cit., pp. 338 ss.; G. Frè, *Società per azioni*, in *Commentario* A. Scialoja – G. Branca, op. cit., p. 221 il quale, ritiene che "il diritto d'opzione sia un accessorio e non un frutto delle azioni, il cui esercizio o alienazione determinano una riduzione del valore delle vecchie azioni perché una parte del loro contenuto patrimoniale si trasferisce alle azioni di nuova emissione e perciò quando la diminuzione del valore diventa così preoccupante da fare temere che le azioni date in pegno siano insufficienti alla sicurezza del creditore...l'analogia ci fa ritenere che in questo caso si applichino le disposizioni degli artt. 2795 e 2743 c.c.". Tra l'altro è da ritenere che la soglia di tutela del creditore si elevi laddove lo stesso abbia già iniziato l'espropriazione forzata mediante pignoramento delle azioni. Il che vale nel caso in cui sia accolta l'interpretazione per cui il pignoramento si estende al diritto di opzione, e integralmente alle azioni optate e al ricavato della vendita del diritto in questione. E così: G.C.M. Rivolta, *Pignoramento di azioni o quote e variazioni del capitale sociale*, in *Riv.dir. comm.*, 1988, I, p. 816; per un'applicazione della tesi al caso limite della ricostituzione del capitale a seguito dell'azzeramento: Cass., 9 dicembre 1992, n. 13019, in *Giust. civ.*, 1993, I, pp. 3033 ss. con nota di A. Schermi.
- 52) S. Poli, *Il pegno di azioni*, op. cit., p. 568 secondo il quale, tale accordo accessorio al negozio costitutivo del pegno di azioni, può essere qualificato come un momento di una fattispecie a formazione progressiva e non quale preliminare di pegno (come, invece, sostiene G. Partesotti), finalizzata alla costituzione della garanzia sui titoli optati o sul ricavato della cessione del diritto; G. Partesotti, *Usufrutto e pegno di azioni*, op. cit., p. 338, il quale ricorda che esempi di tali pattuizioni sono contenuti nelle Norme bancarie uniformi in relazione a diverse operazioni attive garantite da pegno su titoli. In tali casi, le banche prevedono l'automatica estensione del pegno ad una parte delle azioni optate in una misura corrispondente alla differenza tra il valore dei titoli ante opzione e quello dei titoli optati. Qualora tale estensione convenzionale non dovesse operare il creditore pignoratizio *omnibus* potrebbe comunque utilizzare gli strumenti di cui agli artt. 2743 e 2795 c.c.. Una clausola di questo tipo, però, potrebbe far sorgere quanto meno un dubbio sulla sua legittimità laddove il credito inizialmente garantito non fosse certo nel suo ammontare. In questo caso, infatti, al fine di "limitare" l'estensione indiscriminata della garanzia sarebbe preferibile prevedere dei limiti massimi di azioni suscettibili di essere sottoposte al vincolo pignoratizio.
- 53) G.F. Campobasso, *Diritto commerciale*, op. cit., p. 600; F. Guerrera, *Trasformazione, fusione e scissione*, in AA. VV., *Diritto delle società di capitali*, Milano 2003, p. 313: "...proprio nella continuità dei rapporti giuridici deve ravvisarsi il tratto caratterizzante che accomuna ogni ipotesi di trasformazione..."; ed ancora espressamente sul punto: M. Maltoni, *La disciplina generale della trasformazione*, in *La trasformazione delle società* a cura di M. Maltoni – F. Tassinari, in *Notariato e nuovo diritto societario*, Collana diretta da G. Laurini, Milano 2005, pp. 5 ss.: "la trasformazione è l'istituto formato da un insieme di regole volte a consentire il risultato della continuità pur nel mutamento della veste organizzativa del centro di imputazione dei rapporti giuridici attivi e passivi tramite i quali si attua l'attività. Da un punto di vista giuridico la continuità è un fine, non la causa della trasformazione, se non in senso economico" (p. 6).
- 54) Per un primo commento sulla norma: A. Busani, *Società a responsabilità limitata*, Milano 2003, pp. 308 ss.; M. Magri, *La riforma del diritto societario ed il pegno su quote: tra innovazione e continuità*, op. cit., pp. 1432 ss.; C. Zaganelli, *Commento sub art. 2471 bis*, in AA. VV., in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli – V. Santoro, Torino 2003, 3, pp. 76 ss.. Criticamente sull'articolo, in

quanto incoerente e contraddittorio rispetto alla volontà del riformatore di rendere la s.r.l. una sorta di società di persone a responsabilità limitata, piuttosto che una piccola società per azioni: N. Salanitro, *I vincoli sulle quote di società a responsabilità limitata*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2004, pp. 10 ss.; S. Poli, *Commento sub art. 2471-bis*, in *Il nuovo diritto delle società*, op. cit., 3, pp. 1876 ss..

- 55) Ancor prima della riforma era prevalente la tesi dell'applicabilità analogica alle s.r.l. delle disposizioni dettate per le s.p.a.: A. Asquini, *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, op. cit., p. 18 (sia pure in relazione all'usufrutto): "Deve ...attribuirsi solo a difetto di coordinamento legislativo, se questo articolo non è stato espressamente richiamato per le società a responsabilità limitata...l'art. 2352 vale anche in questo tipo di società"; A. Rossi, *Pegno e pignoramento della quota di società a responsabilità limitata e diritto di voto*, in *Riv. dir. comm.*, 1964, I, pp. 472 ss.; F. Di Sabato, *Manuale delle società*, op. cit., pp. 736 ss.: "In caso di pegno...sulla quota di s.r.l....si applica, per analogia l'art. 2352 c.c."; L.F. Paolucci, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, Torino 1985, 17, p. 259; G. Santini, *Società a responsabilità limitata*, in *Commentario del codice civile* a cura di A. Scialoja – G. Branca, Bologna-Roma 1992, pp. 11-12; F. jr Ferrara – F. Corsi, *Gli imprenditori e le società*, op. cit., pp. 863-864; O. Cagnasso – M. Irrera, voce *Società a responsabilità limitata*, in *Digesto disc. pri., sez. comm.*, Torino 1997, XIV, p. 192; G.F. Campobasso, *Diritto commerciale*, op. cit., p. 555; in giurisprudenza: Cass., 18 novembre 1961, n. 2698, in *Giust. civ.*, 1962, I, pp. 276-278; Cass., 11 luglio 1961, n. 1835, in *Foro it.*, 1962, I, 1926; Cass., 1 marzo 1986, n. 1309, in *Foro it.*, 1986, I, 3061; Cass., 19 agosto 1996, n. 7614 con nota adesiva di L. Nazzicone, in *Soc.*, 1997, pp. 390 ss. e di E. Scimemi, in *Giur. comm.*, 1997, II, pp. 520 ss.; Cass., 26 maggio 2000, n. 6957, in *Giust. civ. mass.*, 2000, p. 1122. La corrente interpretativa minoritaria che, invece, sosteneva l'inapplicabilità analogica dell'art. 2352 c.c. al pegno di quote di s.r.l., fondava la propria tesi sulle differenze tipologiche tra tali società e le s.p.a.: A. Brunetti, *Trattato del diritto delle società*, Milano 1950, III, pp. 152 ss.; A. Giuliani, *Sul pegno di quote di partecipazione a società di capitali*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1952, pp. 495 ss.; L. Mossa, *Trattato del nuovo diritto commerciale*, Padova 1953, p. 306; G. Romano Pavoni, *Le deliberazioni delle assemblee delle società*, Milano 1951, p. 168, nota 35; G.C.M. Rivolta, *Pegno ed usufrutto di quote di società a responsabilità limitata e diritto di voto*, op. cit., pp. 215 ss.; Id., *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da A. Cicu – F. Messineo, Milano 1982, vol. XXX, 1, pp. 225 ss.; G. Zanarone, *Società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, Padova 1985, pp. 130 e 169-170; e così, alcune risalenti pronunce di merito, tra le quali: Trib. Parma, 31 marzo 1960, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1960, p. 623; Trib. Foggia, decr. 21 febbraio 1986, in *Dir. fall.*, 1986, p. 431; Trib. Teramo, 6 marzo 1992, in *Dir. fall.*, 1994, p. 145.
- 56) *Ex multis*: G.C.M. Rivolta, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da A. Cicu – F. Messineo, Milano 1982, p. 226; A.M. Marocco – A. Morano – D. Ragnaud, *Società a responsabilità limitata*, Milano 1992, p. 224; F. Gennari, *La società a responsabilità limitata*, Milano 1999, pp. 164 ss.. La dottrina, peraltro, afferma che l'attuale riforma, ammettendo all'art. 2471-bis c.c. che la quota può formare oggetto di pegno, ha sciolto ogni dubbio in ordine alla natura giuridica della quota quale cosa mobile: F. Galgano, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, Padova 2003, XMX, p. 478.
- 57) C. Zaganelli, in *La riforma delle società*, in *Le nuove leggi del diritto dell'economia*, a cura di M. Sandulli – V. Santoro, Milano 2003, pp. 3, 76, 77; D. Fico, *Brevi riflessioni sul trasferimento di quote di s.r.l. alla luce della riforma del diritto societario*, in *Soc.*, 2003, p. 16; A. Morano, *La costituzione in pegno di azioni e quote di società di capitali*, op. cit., p. 1142, in nota 16 il quale afferma, che il pegno può interessare anche le quote rispetto alle quali sia prevista l'intrasferibilità per un

certo numero di anni, riconducibile alla figura generale della partecipazione "non liberamente trasferibile" di cui all'art. 2471, 3° comma c.c..

- 58) A.M. Marocco – A. Morano – D. Raynaud, *Società a responsabilità limitata, op. cit.*, p. 225.
- 59) In argomento, per tutti: V. Buonocore, *Società in nome collettivo*, in *Il codice civile, Commentario* diretto da P. Schlesinger, Milano 1995, pp. 208 ss.; in senso favorevole ancora: G.F. Campobasso, *Diritto commerciale, op. cit.*, p. 111, nota 1; nello stesso senso Trib. Trento, 14 gennaio 1997, in *Giur. comm.*, 1999, II, p. 188; per una ricognizione delle principali problematiche attinenti al pegno su partecipazioni in società di persone, nonché per ulteriori riferimenti bibliografici: L. Bullo – C. Sandei, *Il pegno di azioni*, in AA. VV., *Il pegno nei rapporti commerciali, op. cit.*, pp. 154 ss..
- 60) Lo strumento potrebbe essere quello della creazione di uno specifico patto di rotatività da inserire nel regolamento del negozio costitutivo del pegno quale sua parte integrante. Il contenuto dello stesso, variamente articolato dalle parti proprio in funzione del tipo di interessi sottesi al singolo caso concreto, potrà indicare le *res* (bene, valore o diritto) sulle quali il pegno originariamente costituito si trasferirà. D'altra parte anche la stessa giurisprudenza ha avuto modo di chiarire come "in pendenza del rapporto di garanzia, la sostituzione in tutto o in parte della cosa oggetto del pegno è ammissibile, se le parti con l'atto originario di costituzione abbiano espressamente convenuto detta sostituzione e pattuito, inoltre che le future ed eventuali sostituzioni dell'oggetto della prelazione siano mantenute entro il valore dei beni sin dall'inizio vincolati": Trib. Roma, 29 gennaio 2000, in *Fall.*, 2000, p. 1056. Condizione imprescindibile, dunque, per la validità ed efficacia di tale clausola è la previsione che le future ed eventuali sostituzioni dell'oggetto della garanzia si mantengano entro il valore dei beni originariamente costituiti in pegno. Una clausola contrattuale così costruita potrebbe ritenersi adeguata alla salvaguardia delle aspettative di entrambe le parti del rapporto pignoratizio e, altresì, idonea a mettere al riparo l'oggetto sostanziale della garanzia dai rischi conseguenti alle operazioni sul capitale sociale che la società dovesse deliberare. Per un approfondimento sul pegno rotativo: E. Gabrielli, *Il pegno*, in *Trattato di diritto civile, op. cit.*, pp. 223 ss., ove ampi richiami dottrinari e giurisprudenziali. Si segnala, inoltre, che la garanzia rotativa trova ulteriore riconoscimento nel d.lgs. n. 170 del 21 maggio 2004 emanato in "attuazione della direttiva comunitaria 2002/47/CE, in materia di contratti di garanzia finanziaria" il quale, nel quadro della rotatività e continuità nel tempo della garanzia, introduce la possibilità per il creditore pignoratizio di disporre, anche mediante alienazione, delle attività finanziarie oggetto del pegno purchè "previsto nel contratto di garanzia finanziaria e conformemente alle pattuizioni in esso contenute" (art. 5, 1° comma). La norma oltre che determinare un'estensione del principio codicistico (art. 2792 c.c.) in virtù del quale il creditore pignoratizio può "con il consenso del costituente" utilizzare la *res* oggetto del pegno, conferma la validità e l'efficacia nel nostro ordinamento della garanzia rotativa, dato che in base alla norma, la sostituzione del bene mantiene l'originario valore di garanzia del vincolo, a condizione che quest'ultima venga ricostruita con una "garanzia equivalente" (art. 5, commi 2 e 3).
- 61) Così: M. Magri, *La riforma del diritto societario ed il pegno su quote: tra innovazione e continuità, op. cit.*, p. 1436.
- 62) In tal senso: S. Poli, *Commento sub art. 2352 c.c., op. cit.*, p. 235 nota 46.
- 63) Secondo G. Frè: "si tratterebbe del dovere di attiva custodia che la legge pone a suo carico". Così testualmente in *Società per azioni*, in *Commentario* A. Scialoja – G. Branca, *op. cit.*, p. 211.
- 64) Fermo restando che il voto espresso sarebbe comunque valido qualora si provasse che il creditore pignoratizio abbia votato non per il perseguimento degli interessi tipici di garanzia, ma per il fine esclusivo di nuocere o per il perseguimento di un interesse in conflitto con quello del socio, dovrebbe rispondere dei danni a quest'ultimo eventualmente prodotti.

(Riproduzione riservata)

