

## Clausole limitative della circolazione delle azioni

\* \* \*

**Purché contenuta entro il limite di cinque anni, è legittima una clausola statutaria che preveda qualsiasi forma di limitazione alla circolazione delle azioni, ancorché essa non garantisca al socio la possibilità di liquidare la quota, oppure garantisca tale possibilità ma consentendogli di realizzare per le sue azioni un valore inferiore a quello che deriverebbe dall'applicazione dei criteri di cui all'art. 2437-ter c.c.**

**Per contro, una clausola che limiti significativamente, o addirittura vieti, l'alienazione delle azioni e la cui efficacia temporale non sia limitata o superi i cinque anni, è efficace solo qualora assicuri al socio la possibilità di realizzare per le sue azioni almeno il valore che deriva dall'applicazione dei criteri di cui all'art. 2437-ter o, quando essa precluda un progettato trasferimento a terzi, quando assicuri al socio la possibilità di realizzare lo stesso prezzo eventualmente offerto dal terzo, anche se in ipotesi inferiore al valore di cui all'art. 2437-ter.**

**È legittima qualsiasi forma di clausola limitativa del diritto dell'acquirente *mortis causa* ad ottenere l'iscrizione nel libro dei soci, purché essa preveda espressamente che, in caso di mancata iscrizione, egli ha diritto di realizzare per le sue azioni il valore che deriva dall'applicazione dei criteri di cui all'art. 2437-ter c.c.**

\* \* \*

### 1) *La fattispecie e il quesito*

Ci si chiede quali tipologie di clausole limitative della circolazione delle azioni siano compatibili con l'art. 2355-bis c.c., sia con riferimento ai trasferimenti *inter vivos*, sia con riferimento ai trasferimenti a causa di morte.

### 2) *La soluzione*

Si ritiene che l'art. 2355-bis consenta un'ampia autonomia statutaria nella limitazione della libera circolazione delle azioni, sia *inter vivos* che *mortis causa*, purché nel rispetto di tre principi: a) la temporaneità di limiti che comprimono notevolmente o eliminano la possibilità di cedere le azioni per atto tra vivi; b) la necessità, per limiti alla circolazione non temporanei, di assicurare al titolare delle azioni la possibilità di liquidare la partecipazione ad un valore congruo; c) la limitabilità od escludibilità della circolazione a causa di morte, con il *pendant* dell'attribuzione all'acquirente *mortis causa* del diritto ad una liquidazione a valore congruo.

### 3) *La motivazione*

3.1.) Con l'introduzione dell'art. 2355-*bis* il legislatore ha innovato profondamente la disciplina dei limiti statutari alla circolazione delle azioni. Tale norma realizza un contemperamento fra gli interessi dei soci e della società a controllare la circolazione delle partecipazioni sociali e l'interesse di colui che intenda disinvestire realizzando il valore delle proprie partecipazioni.

Tale contemperamento, per quanto riguarda la circolazione delle partecipazioni *inter vivos*, risulta dalle seguenti disposizioni espresse, contenute rispettivamente nel primo e nel secondo comma:

- è legittima una clausola che vieta l'alienazione delle azioni, purché la sua durata temporale sia contenuta entro un periodo massimo di cinque anni dalla costituzione della società o dall'introduzione della clausola;
- è legittima (senza termine) una clausola di mero gradimento, purché essa consenta al socio di disinvestire (in forme varie) al valore determinato in base all'art. 2437-*ter* per il caso di recesso.

Per quanto riguarda la circolazione *mortis causa*, il legislatore ha espressamente previsto, nel terzo comma della norma in questione, che le limitazioni statutarie alla circolazione delle azioni possono opporsi anche all'acquirente *mortis causa*, purché, in caso di mancata iscrizione nel libro dei soci, esse gli garantiscano la liquidazione in una delle varie forme previste dal secondo comma.

3.2.) Per quanto riguarda la circolazione *inter vivos*, le due innovazioni previste dal primo e secondo comma, se lette nel loro insieme, danno indicazioni chiare sugli interessi che il legislatore ha voluto tutelare. Tali interessi appaiono i seguenti:

- (1) entro il limite dei cinque anni, riconoscimento e tutela dell'interesse della compagine sociale a "chiudersi", anche in modo forte e con totale compressione dell'interesse del socio ad alienare la propria partecipazione;
- (2) oltre tale limite, invece, l'interesse alla chiusura della compagine sociale deve contemperarsi con quello del socio a poter disinvestire, alle condizioni ottenute sul mercato o, in difetto, a quelle minimali previste dall'art. 2437-*ter*, e ciò qualunque sia la forma giuridica con la quale si voglia ottenere tale chiusura.

La norma, nonostante il carattere specifico delle due disposizioni citate, ha dunque una valenza generale. Essa, entro il limite dei cinque anni, ammette la "prigionia" totale del socio, mentre per periodi superiori a cinque anni, o indeterminati, ammette ipotesi parziali ma anche forti di "prigionia" del socio, purché esse siano accompagnate dalla previsione di modalità di disinvestimento tipizzate e fissate nel 2355-*bis* (c.d. "correttivi esterni") o a queste del tutto equivalenti, quale l'acquisto delle azioni da parte di un terzo designato dalla società<sup>(1)</sup>.

Più in particolare, per quanto riguarda il secondo punto, benché il legislatore disciplini gli effetti di una sola ipotesi di prigionia parziale (quella della clausola di gradimento mero,

---

<sup>(1)</sup> La legittimità della clausola che prevede che la società procuri un altro acquirente in luogo di quello sgradito è convincentemente motivata da M. MALTONI, *La clausola di mero gradimento «all'italiana»*, in *Riv. not.*, 2004, p. 1376 ss., ivi p. 1392, il quale ricorda che il collocamento delle azioni presso un terzo può aver luogo anche in caso di recesso (cfr. art. 2437-*quater*, comma 4), che costituisce uno dei rimedi previsti dal 2355-*bis*.

legittima se accompagnata da “correttivi”), è evidente che la medesima disciplina deve applicarsi alle altre ipotesi che possono produrre il medesimo effetto: ad esempio, la prelazione impropria, che impedisce il progettato trasferimento delle azioni per effetto di una scelta discrezionale, e il divieto di alienazione, che lo impedisce del tutto <sup>(2)</sup>. Anche queste, dunque, se producono una “prigionia qualificata”, sono legittime a condizione che soddisfino i medesimi requisiti di tollerabilità richiesti dal legislatore.

Al contrario, le clausole statutarie che non producono l’effetto di chiusura (quali, ad esempio, la clausola di gradimento non mero, la clausola che prevede requisiti soggettivi che i soci devono possedere (purché non eccessivamente restrittive), o la clausola di limite al possesso azionario) non necessitano, per la loro legittimità, di alcun correttivo.

3.3.) Se questo è vero, il limite dei cinque anni costituisce un importante discrimine: al suo interno, qualunque compressione della libertà di alienare sembra autorizzata, essendo esplicitamente consentita dal legislatore anche quella massima costituita dal divieto di alienazione. Ne consegue che, se limitate nel tempo ad un massimo di cinque anni, sono da ritenere legittime:

- una clausola di prelazione che consente l’acquisto in prelazione ad un prezzo anche inferiore a quello determinato in base all’art. 2437-ter (oltre che ovviamente, inferiore al prezzo offerto dal terzo): anche qualora i criteri per la determinazione del prezzo d’acquisto in prelazione fossero particolarmente penalizzanti, essa sarebbe infatti prossima, quanto agli effetti, ad un divieto di alienazione, certamente legittimo, e rispetto a questo offre al socio una possibilità in più, di cui egli è sempre libero di non avvalersi (non alienando);
- una clausola che consente il gradimento mero anche senza alcun “correttivo”, o con corrispettivo inferiore a quello determinato in base all’art. 2437-ter: essa costituisce comunque un *minus* rispetto al divieto di alienazione, e non è ben distinguibile da un divieto di alienazione che per statuto potesse essere rimosso, volta per volta, da una deliberazione assembleare o consiliare (divieto di alienazione “rimuovibile in concreto” certamente legittimo) <sup>(3)</sup>. Resta fermo, in tal caso, il diritto del socio ad un uso “non abusivo” della clausola <sup>(4)</sup>;
- una clausola che prevede requisiti soggettivi che gli acquirenti devono possedere che, in astratto o in concreto, risultino tali da rendere particolarmente difficile

---

<sup>(2)</sup> La possibilità di un’analogia funzionale fra varie tipologie di clausole è confermata dal terzo comma, nel quale, in un’ipotesi di trasferimento non evitabile né reversibile, il legislatore impone un correttivo esterno (il diritto al disinvestimento) quale che sia la forma con cui i soci hanno inteso “chiudere” la compagine sociale.

<sup>(3)</sup> In questo senso, peraltro, già l’orientamento n. 32, del Consiglio Notarile di Milano, “Condizioni di efficacia delle clausole di mero gradimento nella s.p.a. (art. 2355 bis c.c.)” del 19 novembre 2004.

<sup>(4)</sup> Si potrebbe sostenere che, dal punto di vista dell’art. 2355-bis, il gradimento mero senza correttivi non sia un *minus* rispetto al divieto di alienazione, perché mentre quest’ultimo si impone a tutti, il primo è selettivo e può danneggiare la minoranza. Non sembra tuttavia che il limite di cinque anni alla (totale) compressione della libertà di alienazione imposto dal primo comma della norma in questione riguardi la dialettica maggioranza-minoranza, che è invece retta dai principi in materia di concessione del *placet*, i quali, a prescindere dall’efficacia temporale della clausola, non tollerano un rifiuto di gradimento abusivo (non facile, ma nemmeno impossibile da dimostrare per la clausola di gradimento mero). L’interesse tutelato dal limite quinquennale non sembra dunque leso dall’introduzione di un gradimento mero anziché di un divieto di alienazione.

l'alienazione: anche tale clausola appare un *minus* rispetto alla clausola di divieto che, come detto, è legittima <sup>(5)</sup>.

3.4.) Oltre il limite dei cinque anni, invece, o allorché la clausola non abbia un'efficacia espressamente contenuta entro tale limite, riprende vigore il diritto del socio al disinvestimento a valore "pieno", che deve essere individuato in quello conseguibile dal terzo sul mercato o, in difetto, in quello determinato in base alla "norma di chiusura" di cui all'art. 2437-ter. Ne consegue che sono da ritenere legittime:

- una clausola di gradimento "mero" che preveda un correttivo commisurato al valore determinato in base all'art. 2437-ter (come espressamente previsto dalla legge), oppure al prezzo offerto dal terzo, oppure infine al minore fra i due valori. È infatti irrilevante la circostanza (peraltro normale) che i due valori possano differire, e che il prezzo di mercato sia inferiore al valore determinato in base ai citati criteri di legge: la norma, con il richiamo all'art. 2437-ter, intende assicurare al socio un meccanismo di soddisfazione (e un valore) *alternativo* a quello di mercato, e non necessariamente un diritto a percepire *quel valore* quando quello che egli aveva reperito sul mercato era inferiore <sup>(6)</sup>;
- una clausola di prelazione che consenta l'acquisto al prezzo offerto dal terzo o a quello, eventualmente diverso, determinato in base all'art. 2437-ter, o al minore fra i due: ciò per gli stessi motivi ora visti per la clausola di gradimento;
- una clausola che preveda requisiti soggettivi degli acquirenti tali da rendere particolarmente difficile l'alienazione, a condizione che essa attribuisca al socio un diritto a disinvestire al valore determinato in base all'art. 2437-ter, diritto che sia attivabile dal socio in qualsiasi momento (sotto forma di recesso o meccanismo equivalente): anche tale clausola, che può approssimarsi al divieto di alienazione <sup>(7)</sup>, appare infatti soddisfare l'interesse tutelato dalla norma;
- una clausola di puro e semplice divieto di alienazione, se attribuisce al socio il medesimo diritto di disinvestire al valore determinato ai sensi dell'art. 2437-ter, anche in questo caso attivabile dal socio *ad nutum*.

3.5.) Per quanto riguarda i trasferimenti *mortis causa*, il terzo comma è chiaro nel prevedere che, quali che siano la struttura e il funzionamento di dettaglio della clausola ("...in ogni ipotesi di clausole..."), all'acquirente *mortis causa* <sup>(8)</sup> devono essere consentiti, in

---

<sup>(5)</sup> Clausole che, pur non essendo discrezionali e non potendo quindi dar luogo ad abusi, prevedano requisiti soggettivi così restrittivi "*da compromettere la possibilità, per il singolo socio, di cedere le proprie azioni*" sono state considerate equiparabili ad un divieto di alienazione da Cass. 10 dicembre 1996, n. 10970, in *Foro it.*, 1998, I, 212; in *Giur. comm.*, 1998, II, 31. Se dunque esse erano inefficaci secondo il precedente regime, oggi sono efficaci se contenute entro il limite temporale di cinque anni.

<sup>(6)</sup> Nel senso che la clausola di gradimento possa contemplare l'obbligo (per la società, per gli altri soci, o per un terzo designato dalla società) di acquistare "a parità di condizioni", cioè al prezzo che l'alienante ha concordato con il terzo non gradito, il già citato orientamento n. 32 del Consiglio Notarile di Milano, "Condizioni di efficacia delle clausole di mero gradimento nella s.p.a. (art. 2355 bis c.c.)" del 19 novembre 2004. È dunque legittimo che la clausola preveda l'acquisto al minore fra il valore che deriva dall'applicazione dei criteri di cui all'art. 2437-ter e il prezzo che è stato offerto dal terzo.

<sup>(7)</sup> Secondo il condivisibile insegnamento di Cass. 10 dicembre 1996, n. 10970, citata alla precedente nota 5.

<sup>(8)</sup> L'art. 2355-bis si riferisce all'*erede*, ma non vi sono difficoltà ad applicare la norma a tutte le situazioni di acquisto *mortis causa*, comprensive anche del legato.

alternativa, l'acquisto della qualità di socio oppure la possibilità di liquidare le azioni possedute al valore risultante dall'applicazione dei criteri di cui all'art. 2437-ter c.c. <sup>(9)</sup>. Il diritto dell'acquirente *mortis causa* alla liquidazione delle azioni, che in caso di clausola di gradimento viene disattivato dalla concessione del *placet*, per le clausole diverse da questa viene disattivato dall'iscrizione nel libro dei soci, a seguito della quale viene meno il presupposto della tutela "per equivalente".

La possibilità del disinvestimento deve essere prevista dallo statuto affinché la limitazione sia efficace rispetto ai trasferimenti *mortis causa*, in quanto il terzo comma, nel richiamare la "disposizione del precedente comma", non detta una modalità di liquidazione dell'acquirente a causa di morte (come nella società a responsabilità limitata: v. art. 2469 secondo comma), ma eleva l'esistenza di una modalità statutaria di liquidazione di questi a condizione d'efficacia della medesima clausola.

In sintesi, dunque, è legittimo assoggettare i trasferimenti a causa di morte a uno qualsiasi dei limiti alla circolazione astrattamente prevedibili *inter vivos*, che devono essere opportunamente conformati per adattarsi al caso del trasferimento *mortis causa* mediante:

- l'espressa indicazione che tale tipo di trasferimento è incluso fra quelli soggetti a limiti alla circolazione;
- l'espressa previsione di uno o più "correttivi esterni", e ciò anche nei casi in cui essi non sarebbero necessari per i trasferimenti *inter vivos* (ad esempio, clausola non di mero gradimento, clausola che prevede requisiti soggettivi, o clausola di limite al possesso azionario).

Si precisa che pare ammissibile anche la previsione di una pura e semplice intrasferibilità *mortis causa*, in quanto la legge, come è chiaramente evincibile dal terzo comma dell'art. 2355-bis, non ha inteso assicurare all'acquirente *mortis causa* l'acquisto della qualità di socio, ma semplicemente (ed in alternativa all'iscrizione nel libro dei soci) il diritto alla liquidazione al valore desumibile dall'applicazione dei criteri di cui all'art. 2437-ter. In sostanza, il divieto di trasferimento a causa di morte si traduce in una obbligatoria offerta di possibilità di liquidazione all'acquirente *mortis causa*, al quale – salvo che venga modificato lo statuto (con quello che potrebbe conseguire in termini di possibilità di recesso degli altri soci) – non è consentito di essere iscritto nel libro dei soci.

Di conseguenza, in caso di limitazioni che lo statuto dichiara applicabili ai trasferimenti *mortis causa*:

- se si tratta di clausola di gradimento, mero o non mero, deve essere previsto che l'acquirente deve ottenere il gradimento dal soggetto deputato ad esprimerlo, ed in mancanza di gradimento, può fruire del correttivo esterno, che deve essere previsto dallo statuto;
- se si tratta di clausola di prelazione, deve essere previsto che l'acquirente ha l'onere di eseguire la *denuntiatio* al valore previsto dallo statuto (non inferiore a quello desumibile dall'applicazione dell'art. 2437-ter), in mancanza della quale non ottiene l'iscrizione. Qualora esegua la *denuntiatio*, in caso di esercizio della prelazione egli

---

<sup>(9)</sup> Non si pone in questo caso la possibilità, sopra ammessa, di un acquisto ad un prezzo che, ancorché inferiore a quello dell'art. 2437-ter, sia pari a quello offerto dal terzo (ipotesi che può porsi in caso di prelazione e di gradimento), perché non vi è alcuna offerta d'acquisto di un terzo cui parametrare il prezzo di liquidazione.

sarà liquidato, e in caso di mancato esercizio della prelazione avrà diritto all'iscrizione nel libro dei soci;

- se si tratta di clausola che prevede requisiti soggettivi, deve essere previsto che l'acquirente che eventualmente non li possieda possa fruire del correttivo esterno;
- se si tratta di clausola di limite al possesso azionario, deve essere previsto che l'acquirente che eventualmente superi il limite possa fruire del correttivo esterno (per la parte eccedente il limite);
- se si tratta di divieto di trasferimento puro e semplice, deve essere previsto che l'acquirente possa fruire del correttivo esterno.