

# DIRITTO COMMERCIALE INTERNO E INTERNAZIONALE

Collana fondata da

P. ABBADESSA - C. ANGELICI - G.F. CAMPOBASSO - A. CERRAI - A. MAZZONI

proseguita da

ASSOCIAZIONE GIAN FRANCO CAMPOBASSO  
PER LO STUDIO DEL DIRITTO COMMERCIALE E BANCARIO

sotto la direzione di

P. ABBADESSA - C. ANGELICI - A. MAZZONI

---



DIRITTO DI SOTTOSCRIZIONE  
E TUTELA DEL SOCIO NELLA S.R.L.



MARCO SPERANZIN

DIRITTO DI SOTTOSCRIZIONE  
E TUTELA DEL SOCIO NELLA S.R.L.



G. GIAPPICHELLI EDITORE – TORINO

© Copyright 2012 - G. GIAPPICHELLI EDITORE - TORINO

VIA PO 21 - TEL.: 011-81.53.111 - FAX: 011-81.25.100

<http://www.giappichelli.it>

ISBN/EAN 978-88-348-3633-0

*Stampa:* Stampatre s.r.l. - Torino

Le fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume/fascicolo di periodico dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, commi 4 e 5, della legge 22 aprile 1941, n. 633.

Le fotocopie effettuate per finalità di carattere professionale, economico o commerciale o comunque per uso diverso da quello personale possono essere effettuate a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da CLEARedi, Centro Licenze e Autorizzazioni per le Riproduzioni Editoriali, Corso di Porta Romana 108, 20122 Milano, e-mail [autorizzazioni@clearedi.org](mailto:autorizzazioni@clearedi.org) e sito web [www.clearedi.org](http://www.clearedi.org).

*Ai miei genitori  
Al Maestro, Prof. Giovanni E. Colombo  
Ad Annalisa e Alice*





## INDICE-SOMMARIO

	<i>pag.</i>
<i>Prefazione</i>	XIII

### CAPITOLO PRIMO

#### AUMENTO DEL CAPITALE E RAPPORTI PARTECIPATIVI

1. Premessa	1
2. L'aumento del capitale sociale nella s.r.l.	5
3. Il diritto di sottoscrizione e la sua esclusione: analisi storica ...	9
4. <i>Segue.</i> ... e di diritto comparato	11
5. Le caratteristiche del diritto di sottoscrizione nell'ordinamento italiano	16
6. <i>Segue.</i> L'esclusione o la limitazione del diritto di sottoscrizione nell'art. 2481-bis c.c. a confronto con gli altri modelli; rilevanza tipologica	23
7. La tutela assoluta del diritto alla conservazione della quota di partecipazione del socio: rapporto con il principio di libera circolazione delle partecipazioni sociali	32
8. <i>Segue.</i> Diritto alla conservazione della quota di partecipazione del socio e del rapporto tra le quote nella disciplina delle operazioni sul capitale ...	38
9. <i>Segue.</i> ... e nella restante disciplina della s.r.l.	42

### CAPITOLO SECONDO

#### DIRITTO DI SOTTOSCRIZIONE E POTERI DELLA MAGGIORANZA

1. Necessità del consenso di tutti i soci per l'inserimento della clausola di "apertura"	49
2. <i>Segue.</i> Conferma della tesi: confronto con le cause di recesso previste nella disciplina della s.p.a.	56

	<i>pag.</i>
3. <i>Segue.</i> Confutazione degli ulteriori argomenti contrari: gli artt. 2482- <i>ter</i> e 2479 c.c.; la presunta eccezionalità del principio del necessario consenso di tutti i soci	62
4. Il diritto di sottoscrizione come diritto del socio (relativamente) indisponibile	69
5. <i>Segue.</i> Conseguenze della violazione del diritto in caso di modifica dell'atto costitutivo: impugnabilità <i>ex art.</i> 2479- <i>ter</i> , comma 3°, c.c.	74
6. <i>Segue.</i> ... e conseguenze in caso di mera lesione del diritto	79
7. <i>Segue.</i> La rilevanza del principio del consenso di tutti i soci nella s.r.l. per la conservazione della posizione partecipativa	82
8. Esercizio parziale del diritto di sottoscrizione e sua trasferibilità	84
9. Diritto di sottoscrizione a favore dei soci in relazione all'aumento del capitale non sottoscritto e inscindibilità	92
10. Diritto di sottoscrizione a favore dei terzi in relazione all'aumento del capitale non sottoscritto	98
11. Il sovrapprezzo. Possibili esclusioni "di fatto" del diritto di sottoscrizione?	102
12. <i>Segue.</i> Limiti alla determinazione del prezzo di sottoscrizione delle quote da parte dell'organo amministrativo	107
13. Illegittimità dell'attribuzione o della delega agli amministratori della facoltà di escludere il diritto di sottoscrizione	110

### CAPITOLO TERZO

#### LA CLAUSOLA DI "APERTURA"

1. L'autonomia statutaria della s.r.l. e la clausola che consente l'esclusione del diritto di sottoscrizione	115
2. L'inserimento della clausola di apertura ai terzi: contenuto e problemi conseguenti	119
3. La decisione di aumento del capitale con esclusione del diritto: tutela del socio dal punto di vista sostanziale e informativo	126
4. <i>Segue.</i> ... in particolare nel caso di conferimenti diversi dal danaro	132
5. <i>Segue.</i> Contenuto della decisione di aumento del capitale sociale e determinazione dei sottoscrittori	136
6. Necessità della previsione di un sovrapprezzo per le quote di nuova emissione?	140
7. Il diritto di recesso a favore dei soci che non hanno consentito alla decisione	146

	<i>pag.</i>
8. Delega agli amministratori in presenza di una clausola di apertura e problemi conseguenti	150
9. Ulteriori spazi di autonomia statutaria: diritti particolari a favore dei soci	155
10. <i>Segue</i> . La s.r.l. “chiusissima”	158
INDICE DELLE OPERE CITATE	161
INDICE DELLA GIURISPRUDENZA	187
INDICE DEI DOCUMENTI	191



## PREFAZIONE

*Quest'indagine ha ad oggetto il ruolo del diritto di sottoscrizione e la tutela del socio nella s.r.l.*

*In tale tipo di società il principale conflitto di interessi non è tra soci e organo amministrativo, ma tra soci di maggioranza e di minoranza. Il socio, infatti, non è di norma un mero investitore, disinteressato alla gestione della società; ha, inversamente, un rilevante interesse a parteciparvi, anche perché il suo investimento nella società non ha la possibilità di essere facilmente liquidato in un mercato delle partecipazioni. La tutela dei diritti e della posizione del singolo socio di s.r.l. risulta, pertanto, di vitale importanza, diversamente da quanto si sostiene con riferimento alle s.p.a., soprattutto aperte, in cui il ruolo dell'azionista assume, di norma, un minore rilievo.*

*Il diritto societario negli ordinamenti europei prevede anche nelle società c.d. chiuse che, a fronte di un aumento del capitale sociale, le partecipazioni emesse vengano offerte in sottoscrizione al socio, in modo da consentirgli di conservare la sua posizione nella società, soprattutto dal punto di vista amministrativo, ma anche dal punto di vista patrimoniale. Tale diritto può, tuttavia, essere escluso, nell'interesse della società o dei soci, sulla base di presupposti che risultano diversi a seconda dell'ordinamento preso in considerazione, dato che la Seconda Direttiva in materia societaria non riguarda le s.r.l. e, allo stato, il regolamento sulla società privata europea non è stato approvato.*

*La soluzione prescelta dall'ordinamento italiano (v. art. 2481-bis c.c.), a seguito della ricostruzione che si è ritenuta preferibile, è di riconoscere alla posizione partecipativa del socio di s.r.l. una tutela di base rafforzata: il diritto di sottoscrizione può essere escluso solo previo inserimento, con il consenso di tutti i soci, di una clausola nell'atto costitutivo, che si è denominata clausola di apertura. Questa soluzione, che impedisce alla maggioranza di poter modificare liberamente la posizione del singolo, consente al socio di*

*avere uno strumento di negoziazione in merito alla sua partecipazione nella società.*

*D'altro lato, con riferimento agli spazi riconosciuti all'autonomia statutaria, la disciplina della s.r.l. in tutti gli ordinamenti europei risulta maggiormente flessibile rispetto a quanto previsto in materia di s.p.a., e ciò emerge anche nella disciplina del diritto di opzione.*

*La Seconda direttiva in materia societaria riconosce agli azionisti, nel caso di aumenti di capitale da sottoscrivere con conferimenti in danaro, tale diritto; esso può essere escluso non in via statutaria e preventiva, ma solo mediante una delibera assembleare al ricorrere di specifici presupposti, e con conseguente attribuzione di strumenti di tutela informativa e patrimoniale (v. in questo senso, nel sistema italiano, l'art. 2441 c.c.).*

*L'inserimento nell'atto costitutivo della s.r.l. della clausola di apertura consente, invece, che le partecipazioni emesse a fronte di un aumento del capitale sociale possano essere offerte a terzi, con esclusione del diritto di sottoscrizione del socio, anche senza necessaria previa specificazione dei relativi presupposti. Al socio dissenziente rispetto alla decisione è attribuito esclusivamente il diritto di recesso, con conseguente liquidazione della partecipazione sulla base del valore del patrimonio sociale. L'esercizio della libertà contrattuale rende possibile, quindi, una regolamentazione del diritto più flessibile rispetto a quella della s.p.a.*

*Questa soluzione a due livelli (rafforzamento della posizione del socio garantita dalla disciplina legale/ampia autonomia statutaria con possibilità di prevedere la clausola di apertura) consente un equilibrato contemperamento degli interessi e della libertà di negoziazione dei soci di s.r.l.*

## PRESENTATION

*This book deals with the pre-emption right and the protection of the interests of the members in private limited liability companies (under Italian Civil Code società a responsabilità limitata).*

*The research starting point is that the main agency conflict in these companies is not among directors and members of the company but among majority and minority shareholders.*

*Interests in such companies do not have an actual market (the lock-in problem) and therefore members of these companies, generally not passive or dormant investors with a short term perspective, are willing to actively participate to the management of the company. Therefore, rights granted to members of private limited liability companies are of key importance and stronger than those provided for public companies (under Italian Civil Code società per azioni) where instead shareholders' primacy and powers are reduced.*

*On the other hand, members of private limited liability companies may rely on a set of rules and rights which are more flexible than those provided for public companies.*

*EU Second Company Law Directive does not contain any regulation with reference to private limited liability companies, and European law has not introduced yet a legal model for a European private company, while company laws of each European member States set out specific rules, according to which:*

*– with regard to the right of pre-emption, shares must be offered to members on a pre-emptive basis in proportion to the capital represented by their shares when the capital is increased; in fact shareholders should be able to maintain the proportion of the subscribed capital and preserve their managerial and financial interest in the company; the rationale is that shareholders cannot be diluted without having the opportunity to subscribe to new equity;*

*– in relation to the restriction or withdrawal of the right of pre-emption, different regulations apply from country to country.*

*In relation instead to public companies, the EU Second Company Law Directive provides that the right of pre-emption is mandatory in case the capital is increased by consideration in cash and that the right may not be excluded by the articles of incorporation and by-laws but only by a decision of the general meeting of the company in specific circumstances.*

*Under Italian law, in case the capital of the company is increased, the pre-emption right can be excluded only by specific clause in the articles of incorporation agreed by all members. The purpose envisaged by Italian law is to ensure to the shareholder has the power to negotiate on its position and role in the company (a bargaining chip).*

*On the other hand, such clause allows the general meeting to issue shares without previously offering them to the members of the company. This could represent a general or limited disapplication of the pre-emption right (an opt-out solution). If the articles of incorporation provide this clause, the dissenting shareholder has the right to sell its interest to the majority or to be liquidated by the company at a fair market price (exit).*

*This two-tier solution is balanced and protects both the interests of the members and their contractual freedom.*



## CAPITOLO PRIMO

### AUMENTO DEL CAPITALE E RAPPORTI PARTECIPATIVI

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. L'aumento del capitale sociale nella s.r.l. – 3. Il diritto di sottoscrizione e la sua esclusione: analisi storica ... – 4. *Segue*. ... e di diritto comparato. – 5. Le caratteristiche del diritto di sottoscrizione nell'ordinamento italiano. – 6. *Segue*. L'esclusione o la limitazione del diritto di sottoscrizione nell'art. 2481-*bis* c.c. a confronto con gli altri modelli; rilevanza tipologica. – 7. La tutela assoluta del diritto alla conservazione della quota di partecipazione del socio: rapporto con il principio di libera circolazione delle partecipazioni sociali. – 8. *Segue*. Diritto alla conservazione della quota di partecipazione del socio e del rapporto tra le quote nella disciplina delle operazioni sul capitale ... – 9. *Segue*. ... e nella restante disciplina della s.r.l.

1. *Premessa*. – Il diritto di opzione costituisce, in diversi ordinamenti, e a livello generale, una delle prerogative del socio di società di capitali sulle quali più si è concentrata la discussione della dottrina e della giurisprudenza in materia societaria<sup>1</sup>. Il diritto a sottoscrivere il capitale sociale a seguito di una delibera di aumento dello stesso, in proporzione alla partecipazione sociale di cui si risulta titolari, rappresenta, infatti, uno dei diritti fondamentali di cui si compone la *Mitgliedschaft* in una società di capitali<sup>2</sup>; esso è stato

---

<sup>1</sup> Così anche di recente, con riferimento alla società per azioni ed *ex multis*, BAYER, § 203, Rn. 39, 766; HIRTE, *Kapitalmaßnahmen*, 863: «Das Bezugsrecht bildet innerhalb der Kapitalmaßnahmen wahrscheinlich den Streitpunkt *par excellence*».

<sup>2</sup> Anzi: alla luce delle molteplici novità della riforma del diritto societario del 2003 in tema di categorie di azioni e strumenti finanziari partecipativi si sostiene che il diritto di opzione è rimasto *l'unico diritto sociale* che, in considerazione della duttilità del contenuto della partecipazione azionaria, ad un tempo può essere attribuito solo alle azioni (o alle obbligazioni convertibili, che sono azioni in potenza: ma v. la nota successiva) e deve essere attri-