

**BANCA BORSA TITOLI DI CREDITO**

Anno LXX Fasc. 4 - 2007

Marco Speranzin

---

**L'AUMENTO DI CAPITALE "GARANTITO"**

---

Estratto



Milano • Giuffrè Editore

## L'AUMENTO DI CAPITALE "GARANTITO"

SOMMARIO: 1. L'operazione: il rilascio di dichiarazioni e garanzie patrimoniali-reddituali da parte della società nel caso di aumento del capitale. — 2. Le soluzioni al problema negli altri ordinamenti. — 3. Casi di responsabilità della società e risarcimento o indennizzo a favore del socio: in particolare il dibattito sulla responsabilità da prospetto. — 4. Compatibilità della prestazione delle garanzie contrattuali da parte della società con il divieto di restituzione ai soci dei conferimenti (e del soprapprezzo) e di patto leonino. — 5. Compatibilità delle clausole con il divieto di assistenza finanziaria. — 6. Ulteriori considerazioni: *causa societatis* del rapporto e limiti all'operazione. — 7. "Impugnazione" del "contratto di sottoscrizione" o sottoscrizione di azioni proprie da parte della società? Possibili soluzioni alternative per effettuare l'operazione.

1. Non sono rari nella prassi nazionale e internazionale i casi in cui la società per azioni che è in procinto di aumentare il proprio capitale sociale stipuli con un terzo non ancora azionista un contratto con il quale, a fronte dell'impegno del terzo a sottoscrivere il programmato aumento di capitale (con esclusione del diritto d'opzione dei vecchi azionisti), la società presti garanzie contrattuali relative, oltre che alle partecipazioni che saranno emesse, al sottostante patrimonio sociale. Si tratta delle clausole di rappresentazione e garanzia (spesso definite direttamente con la terminologia degli ordinamenti da cui sono state mutuata, ossia *representations and warranties*), che costituiscono ormai elemento naturale dei contratti di vendita della partecipazione di "controllo" e che sono già state analizzate da parte della dottrina e della giurisprudenza: con tali previsioni la società si impegna a indennizzare il terzo nel caso in cui le partecipazioni emesse a fronte dell'aumento di capitale e (soprattutto) il patrimonio della società non presentino determinate caratteristiche oppure nel caso in cui si verifichino eventi che comportano dei rilevanti effetti sfavorevoli sulla situazione aziendale (1). L'opportunità dell'inserimento delle dichiarazioni e garanti-

(1) Cfr. sulle clausole di garanzia più diffuse *ex multis* E. PANZARINI, *Cessione di pacchetti azionari: il contenuto delle clausole di garanzia*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, Trattato Galgano, I, Torino, 1995, 247 ss.; C. D'ALESSANDRO, *Compravendita di partecipazioni sociali e tutela dell'acquirente*, Milano, 2003, 1

zie nei contratti di vendita del "controllo" si giustifica, come noto, in base all'interpretazione secondo cui costituiscono vizi e difetti oggetto della *tutela legale* (artt. 1478 ss.) solo quelli che riguardano *le azioni come titoli di partecipazione*, e non invece quelli che inficiano *la consistenza patrimoniale della società*. In termini sintetici, costituisce un vizio o difetto delle azioni che permette all'acquirente di avvalersi della garanzia della vendita solo, ad esempio, la circostanza che siano trasferite azioni a voto limitato, anziché ordinarie, oppure azioni sulle quali insistano vincoli che non consentono il pieno esercizio dei diritti sociali; non invece la mancanza, nel patrimonio della società, di un determinato brevetto, di un certo immobile, di un particolare contratto (2). A fronte di questa prevalente e restrittiva interpretazione — che forse è tempo sia oggetto di ripensamento — si è sviluppata la prassi di inserire nei contratti aventi ad oggetto il trasferimento

ss.; TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, in corso di pubblicazione, che si è potuto consultare per la cortesia dell'Autore; sia consentito il rinvio anche a SPERANZIN, *Trasferimento della partecipazione di "controllo" e garanzie contrattuali*, Milano, 2006, 8 ss.

(2) Cfr. per i riferimenti alla dottrina e alla giurisprudenza in materia SPERANZIN (nt. 1), 8 ss., e in particolare 82 ss. per quanto riguarda la qualificazione dei difetti giuridici delle partecipazioni sociali come mancanza di vantaggi promessi (art. 1489 c.c.) nonché per l'esame delle singole ipotesi che costituiscono oggetto della tutela legale in caso di vendita delle azioni.

In senso parzialmente diverso rispetto all'interpretazione prevalente v. di recente Cass., 23 febbraio 2000, n. 2059, in *Società*, 2000, 1205 ss.; nel caso deciso dalla sentenza le parti avevano trasferito le quote di una s.a.s. che gestiva un bar tabaccheria: la Corte ha ritenuto che la mancanza di valida autorizzazione amministrativa (licenza di polizia) all'esercizio del commercio, benché riguardante l'oggetto mediato del contratto, rilevasse, ai sensi di un'interpretazione secondo buona fede e correttezza, come inadempimento contrattuale. La Cassazione ha quindi configurato la « funzionalità dell'azienda » come una qualità essenziale del contenuto del contratto e in quanto tale oggetto di tutela legale. V. anche in senso analogo (in un caso di vendita di quote di s.r.l.) Cass., 20 febbraio 2004, n. 3370, in *Giur. it.*, 2004, 997 ss. (commentata, ad esempio, da GALGANO, *Cessione di partecipazioni sociali e superamento dell'alterità oggettiva fra socio e società*, in *Contr. e impr.*, 2004, 537 ss.; TINA, *La cessione di partecipazioni: un revirement?*, in *Giur. comm.*, 2005, II, 149 ss.); nella fattispecie oggetto della pronuncia la società, le cui partecipazioni erano oggetto della compravendita, non poteva ottenere una licenza per l'esercizio dell'attività di ristorazione e di bar in favore di clienti diversi da quelli ospitati nell'albergo. Secondo la Suprema Corte (che qualifica tale mancanza come difetto di qualità promesse delle quote *ex art. 1497 c.c.*) « ... la costituzione di una società di capitali non dà luogo alla creazione di nuovi beni, ma costituisce il presupposto per l'istituzione di un diverso regime di utilizzazione dei beni conferiti, senza tuttavia recidere ogni collegamento con i soggetti che hanno loro impresso quella destinazione... »; da ciò conseguirebbe che i beni compresi nel patrimonio sociale non possono considerarsi estranei all'oggetto del contratto di vendita della partecipazione totalitaria, qualora possa giustificarsi un affidamento del cessionario su tali beni.

di partecipazioni totalitarie o di "controllo" a qualunque titolo (si tratti di vendita, oppure di permuta, di conferimento, di scissione, ecc.) determinate clausole volte a tutelare l'avente causa, in modo tale da assicurare che il bene oggetto dello scambio presenti specifiche caratteristiche (e in particolare che nel patrimonio della società vi siano quel diritto di proprietà industriale, un determinato immobile privo di vizi, ecc.). Per il compratore non è infatti sufficiente che le azioni come titoli di partecipazione siano immuni da vizi, ma è necessario che il *patrimonio* della società (che è ciò che più interessa) presenti determinati requisiti la cui sussistenza venga dichiarata e/o garantita dal venditore (in mancanza, ai sensi dell'interpretazione esposta, di una diretta tutela *ex lege*).

Nell'aumento del capitale le clausole di rappresentazione e garanzia vengono anzitutto in discussione quando vi è l'ingresso di un nuovo socio che "finanzia" la società con capitale di rischio nell'ambito di operazioni di *venture capital*. Il terzo si impegna preventivamente a sottoscrivere il futuro aumento (e spesso anche a rimanere socio per un determinato periodo di tempo); ma pretende che vi sia la prestazione delle menzionate dichiarazioni e garanzie sulle partecipazioni e sulla situazione patrimoniale, e che esse siano assunte anche dalla società, e non solo dai soci (3): questa richiesta si giustifica o perché nessuno dei vecchi soci è disposto a prestarle personalmente, o perché l'investitore non si ritiene sufficientemente garantito dal patrimonio di tali soci (4).

Per le medesime ragioni la prestazione di garanzie da parte della società viene richiesta nel caso di operazioni più complesse, volte a determinare in senso economico la riunione di più imprese (c.d. *business combination*): da un lato può avvenire che, a fronte dell'aumento di capitale, il terzo si impegni a conferire la propria azienda attiva nello stesso settore (5);

(3) Quindi il caso è diverso da ciò che accade in caso di vendita della partecipazione di controllo, in cui è il venditore (e spesso anche i suoi soci, quando l'alienante è una società) a prestare le dichiarazioni e le garanzie.

(4) POITRINAL, *Une garantie de passif peut-elle être accordée par la société émettrice lors d'une augmentation de capital?*, in JCP, éd. E, 1999, 1474; BRANDI, *Gewährleistungen durch die Aktiengesellschaft bei Anteilserwerb durch Kapitalerhöhung*, in NZG, 2004, 600; STEGERT, *Der Venture Capital-Beteiligungsvertrag (VCB)*, Berlin, 2003, 139.

(5) Cfr. AHA, *Vorbereitung des Zusammenschlusses im Wege der Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage durch ein "Business Combination Agreement"*, in BB, 2001, 2225 ss. La società che effettua l'aumento di capitale è tutelata, a fronte del conferimento dell'azienda, da un lato dalle norme di legge che garantiscono l'assenza di vizi giuridici e materiali del conferimento di beni in natura (v. art. 2342, comma 3°, c.c.: cfr., anche per le critiche alla formulazione di tale norma e ulteriori riferimenti, PORTALE, *La mancata attuazione del conferimento in natura*, in Trattato Colombo-Portale, I, 2, Torino, 2004, 581 ss.), dall'altro da ul-

dall'altro può accadere che vi sia — anche per la convenienza fiscale dell'operazione — una sostanziale permuta di quote. In quest'ultimo caso le azioni emesse a fronte dell'aumento di capitale vengono utilizzate per acquisire (non direttamente l'azienda ma) la partecipazione di "controllo" della società che si intende integrare, con la conseguenza che il socio di riferimento di quest'ultima riceve a fronte del conferimento le partecipazioni della società che dà corso all'aumento (6).

Le operazioni così congegnate pongono, dal punto di vista del diritto societario, alcune delicate questioni, che attengono non solo all'attuazione dell'aumento di capitale (ad es.: limiti all'esclusione del diritto di opzione *ex art.* 2441 c.c.; limiti alla delega all'organo amministrativo per l'esecuzione dell'operazione alla luce del nuovo art. 2443 c.c.; informativa ai soci di minoranza; ecc.) (7); ma anche alla validità ed efficacia delle dichiarazioni e garanzie prestate dalla società che procede all'aumento a favore del sottoscrittore (o del consorzio delle banche che si impegna a sottoscrivere e

teriori pattuizioni, contenute nel contratto che viene sottoscritto anteriormente alla delibera di aumento del capitale (c.d. *Einbringungsvertrag*) o addirittura in un accordo ancora precedente (c.d. *Grundlagenvereinbarung*), e che prevede garanzie aggiuntive (convenzionali) prestate dal conferente a favore della società per salvaguardare più efficacemente la consistenza materiale e di valore del conferimento aziendale: v. già N. SALANITRO, *Sul conferimento delle partecipazioni azionarie*, in Riv. dir. comm., 1965, I, 385; *amplius* CASSOTTANA, *Rappresentazioni e garanzie nei conferimenti d'azienda in società per azioni*, Milano, 2006, 19 ss., 55 ss. con riferimento agli strumenti legali a disposizione della società conferitaria e 107 ss. con riferimento specifico alle clausole di rappresentazione e garanzia; VISCHER, *Rechts- und Sachgewährleistung bei Sacheinlage- und Übertragungsverträgen über Unternehmen*, in SJZ, 2004, 109. Sui problemi di diritto societario che pone il c.d. *Einbringungsvertrag* (necessità o meno che lo stesso sia allegato alla delibera di aumento del capitale; rapporti tra la disciplina pattizia e l'art. 2343 c.c.) v., oltre a CASSOTTANA, *op. cit.*, *passim*, HOFFMANN-BECKING, *Einbringungsvertrag zur Sacheinlage eines Unternehmens*, in Festschrift Lutter, Köln, 2000, 453 ss.; MÜLBERT, *Die Anwendung der allgemeinen Formvorschriften bei Sachgründungen und Sachkapitalerhöhungen*, in AG, 2003, 281 ss.

(6) Con specifico riferimento all'operazione in esame v. DIETZ, *Aktien als Akquisitionswährung*, Baden-Baden, 2004, 17 ss.; WIENEKE, *Der Einsatz von Aktien als Akquisitionswährung*, in NZG, 2004, 61 ss.; KOSSMANN, *Vorbereitung und Durchführung von Stock-for-Stock-Akquisitionen*, in AG, 2005, 9 ss.

(7) Cfr. GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento del capitale sociale nelle s.p.a.*, Milano, 2001; e dopo la riforma del 2003 v., in particolare, CERRATO, in *Commentario Cottino*, Torino, 2004, 1453 ss.; GUERRERA, in *Commentario Niccolini-Stagno d'Alcontres*, Napoli, 2004, 1150 ss. Nella dottrina tedesca, a seguito delle sentenze *Siemens/Nold* e *Mangusta I*, v. *ex multis* BAYER, *Transparenz und Wertprüfung beim Erwerb von Sacheinlagen durch genehmigtes Kapital* e HAPP, *Genehmigtes Kapital und Beteiligungserwerb*, entrambi in *Festschrift Ulmer*, Berlin, 2003, rispettivamente, 21 ss. e 175 ss.; DIETZ (nt. 6), 34 ss.

collocare le azioni sul mercato (8)). Quest'ultimo profilo — diversamente dal primo — non è stato oggetto di specifica analisi nella letteratura (italiana) e merita un approfondimento.

2. Il tema è stato particolarmente studiato in Francia, in Germania e in Inghilterra, anche se a quanto risulta non è ancora stato affrontato direttamente dalla giurisprudenza.

Nell'ordinamento transalpino si è concluso in linea di principio per la validità delle clausole che contengono le menzionate dichiarazioni e garanzie; l'impressione è tuttavia che l'argomento sia stato trattato in modo piuttosto superficiale. Le regole che in astratto potrebbero risultare violate dalle operazioni in questione sono, per gli autori francesi, gli artt. 225-128 e 225-216, alinea 1, *code de commerce*. La prima disposizione vieta l'emissione delle azioni ad un prezzo inferiore al loro valore nominale (come il previgente art. 2346 c.c. (9)); con le dichiarazioni e garanzie in esame il socio riceverebbe, a seguito del verificarsi della sopravvenienza passiva e della conseguente prestazione dell'indennizzo, un "rimborso" di parte del conferimento; tale rimborso potrebbe comportare in sostanza un'emissione sotto la pari. Si è tuttavia osservato che le clausole in esame devono ritenersi valide, purché mantengano il tetto all'indennizzo (che eventualmente,

(8) Con particolare riferimento alle clausole contenute negli accordi tra emittente e banche che fanno parte del consorzio di collocamento delle azioni v. TECHNANU, *Rechtsfragen bei der Gestaltung von Übernahmeverträgen ("Underwriting Agreements") im Zusammenhang mit Aktienemissionen*, in AG, 1998, 445 ss.

(9) Si discute in Italia se il divieto sia venuto meno con la riforma del diritto societario (che ha modificato l'art. 2346 c.c. anche per tenere conto dell'assegnazione non proporzionale delle partecipazioni) oppure se sia ancora attuale: v., per la prima tesi, FIGA-TALAMANCA, *Euro e azioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, I, 2, Torino, 2004, 241 ss., secondo il quale in caso di aumento del capitale ed in presenza di azioni senza valore nominale è consentita l'emissione di azioni anche al di sotto della parità contabile dell'emissione precedente, purché sia assicurata la copertura globale del capitale; per la seconda, SPOLIDORO, *I conferimenti in danaro*, ivi, 339 ss., a parere del quale la tesi opposta risulta in contrasto con l'art. 8 della II Direttiva CE, che dispone che le azioni non possono essere emesse per somma inferiore al loro valore contabile, in mancanza del valore nominale; cfr. anche PORTALE (nt. 5), 577 nt. 9; MIOLA, *I conferimenti in natura*, in *Trattato Colombo-Portale*, I, 3, Torino, 2004, 232, nt. 548 e 235. Si veda anche la *Proposta di Direttiva* del Parlamento europeo e del Consiglio di modifica della II Direttiva [Bruxelles, 29 ottobre 2004 COM (2004) defin.] che al punto 1.3 della *Relazione* precisa che il divieto di emettere le azioni per un importo inferiore al valore nominale o, in mancanza di questo, al valore contabile, «... non implica che le emissioni successive non possano essere effettuate ad un valore nominale o ad un valore contabile inferiori a quelli di un'emissione precedente, purché il prezzo di emissione delle nuove azioni venga fissato nel rispetto del predetto obbligo» [di emissione per un importo non inferiore al valore nominale o contabile].

e quindi in caso di non corrispondenza del patrimonio sociale o di sopravvenienze passive, dovrà essere versato al terzo) nei limiti del soprapprezzo (10); ossia purché l'importo indennizzabile (il c.d. *cap*), che costituisce la soglia quantitativa massima alle prestazioni di garanzia, venga convenzionalmente predeterminato in modo da non superare l'entità della somma versata dal nuovo socio a titolo di soprapprezzo (11). Nell'ordinamento francese, infatti, il soprapprezzo è a disposizione degli azionisti che lo possono utilizzare come una "riserva libera" (12): il divieto di emissione delle azioni sotto il valore nominale non verrebbe dunque violato, in quanto l'indennizzo sarebbe al massimo limitato alla somma versata a titolo di soprapprezzo (13). Secondo una tesi più "morbida" l'indennizzo potrebbe altresì superare il soprapprezzo, in quanto la prestazione di garanzia non determina una revisione del prezzo di emissione delle partecipazioni sociali, ma comporta per la società un'obbligazione autonoma e indipendente, quella di indennizzo, che non può costituire in quanto tale violazione del divieto dell'emissione sotto la pari (14).

L'art. 225-216, alinea 1, *code de commerce* statuisce d'altra parte che la società non può concedere una garanzia in vista della sottoscrizione o

(10) JOBERT, *Les garanties de passif dans les augmentations de capital de sociétés anonymes*, in JCP, éd. E, 2003, 1522, il quale aggiunge che in tale guisa viene altresì rispettato il precetto comunitario dell'integrale liberazione del soprapprezzo perché quest'ultimo viene effettivamente versato al momento della sottoscrizione delle azioni (salvo poi essere "recuperato" azionando le clausole di garanzia in caso di insufficienze patrimoniali); v. anche nello stesso senso UETTWILLER-PRIEUR, *Les conventions de garantie dans les souscriptions de droits sociaux*, in Bull. Joly, 2004, 1465 ss.

(11) Con il termine inglese *cap* si intende il limite massimo che le parti determinano per l'obbligazione di indennizzo: sia consentito il rinvio a SPERANZIN (nt. 1), 323 ss., ove in particolare riferimento al problema della compatibilità di tale soglia con il divieto di cui all'art. 1229 c.c.

(12) Così UETTWILLER-C.-E. PRIEUR, (nt. 10), 1467; v. anche App. Paris, 19 maggio 1999, in Bull. Joly, 1999, 878 ss.

(13) Sulla natura del soprapprezzo, che presenta nei diversi ordinamenti una disciplina diversificata, v. ad es. MÜLBERT-BIRKE, *Legal Capital — Is there a case against the European Legal Capital Rules*, in E.B.O.R., 2002, 704; MIOLA, *Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma nel diritto europeo delle società di capitali*, in Riv. soc., 2005, 1210, nt. 35.

(14) COURET-CESBRON-PROVOST-ROSENPICK-SAUZEY, *Les contestations portant sur la valeur des droits sociaux*, in Bull. Joly, 2001, 1060; nello stesso senso POITRENAL (nt. 4), 1475, il quale esclude che l'operazione possa essere congegnata come una clausola di revisione del prezzo, in quanto in tal caso si violerebbe effettivamente il divieto di emissione per un prezzo inferiore al valore nominale. Sulla differenza tra clausole di indennizzo, da un lato, e di revisione del prezzo, dall'altro, contenute nei contratti di vendita della partecipazione di controllo v. SPERANZIN (nt. 1), 297 ss.

dell'acquisto di proprie azioni da parte dei terzi (divieto di *financial assistance*). Tuttavia, osservano gli autori francesi, le *warranties* in esame da un lato hanno lo scopo non già di garantire il pagamento di un debito contratto per l'acquisto delle partecipazioni, ma solo di garantire al terzo determinate caratteristiche di quest'ultime o del patrimonio sociale (15); dall'altro costituiscono pattuizioni autonome, e non un'obbligazione accessoria in favore del garantito (16). Da ciò consegue — per gli autori in esame — che la prestazione da parte della società delle clausole di garanzia non viola neppure la norma citata, nonostante la dottrina francese si esprima per lo più in senso favorevole ad un'interpretazione estensiva della nozione di garanzia che il divieto di assistenza finanziaria vuole impedire (17).

Ben altro approfondimento è stato riservato al tema dalla dottrina tedesca, la quale è pervenuta ad una conclusione tendenzialmente negativa in merito alla validità delle dichiarazioni e garanzie in esame.

In primo luogo, si è osservato che clausole siffatte violano la norma (§ 57 Abs. 1 *AktG*) che vieta la restituzione ai soci dei conferimenti (18): tale disposizione proibisce, a pena di nullità, ogni forma diretta o indiretta di

(15) Così POTRINAL (nt. 4), 1475; JOBERT (nt. 10), 1522.

(16) Così, in termini tuttavia un po' oscuri, COURET-CESBRON-PROVOST-ROSENPICK-SAUZEY (nt. 14), 1061; v. anche UETTWILLER-PRÉEUR (nt. 10), 1471, i quali ritengono che la società non potrebbe invece essere controgarante di una garanzia prestata a favore del terzo dai vecchi soci. Con tale ragionamento si potrebbe però finire per considerare più pericolosa la fattispecie meno grave (società controgarante di una garanzia prestata a favore del terzo dai vecchi soci) rispetto a quella potenzialmente più grave (garanzia prestata dalla società direttamente). Sulla nozione di garanzia considerata dal divieto di *financial assistance* v. *infra*, il paragrafo 5.

(17) Cfr. LE NABASQUE, *A propos de l'article 217-9 de la loi du 24 juillet 1966*, in *JCP, éd. E*, 1992, n. 3, 22 ss., secondo il quale « ... il s'agit d'éviter que la société cible n'engage son patrimoine à l'occasion de l'acquisition de ses propres actions par un tiers ». Seguendo tale tesi si esprime (seppure in una nota) in senso contrario alla validità delle garanzie prestate dalla società in occasione di un aumento del capitale per violazione dell'art. 225-216 *Code de commerce*, SYLVESTRE, *Validité de la promesse de rachat consentie par la société émettrice au souscripteur des titres qu'elle a émis*, in *Bull. Joly*, 2004, 186, nt. 29: un'interpretazione conforme alla II Direttiva impone di considerare illegittime tutte le operazioni in base alle quali una società garantisce l'acquisto o la sottoscrizione delle proprie azioni, in quanto così facendo la società garantirebbe essa stessa il proprio finanziamento.

(18) SIEGER-HASSELBACH, *Die Übernahme von Gewährleistungen durch die Aktiengesellschaft bei Kapitalerhöhung und Aktienausch*, in *BB*, 2004, 61 ss.; BRANDI (nt. 4), 604 ss.; DIETZ (nt. 6), 181 ss.; KOSSMANN (nt. 6), 20; SIEGERT (nt. 4), 139. L'importanza dell'operazione oggetto di questo studio è confermata dal fatto che trova menzione anche nelle ultime edizioni dei commentari: v. ad es. U. HÜFFER, § 57, in *Aktiengesetz*, München, 2006, Rn. 5, 287 (nel senso dell'illegittimità delle clausole per violazione della norma). Sull'ambito applicativo del § 57 *AktG* v. per tutti LUTTER, § 57, in *Kölner Kommentar*, Rnn. 5 ss., 644 ss.

prestazione restitutoria da parte della società che trovi il proprio fondamento nella qualità di socio della controparte; rileva, a tal fine, anche l'attribuzione patrimoniale che trova causa nella futura qualità di socio (19).

Al riguardo si è obiettato, al fine di salvare la validità dell'operazione, che la prestazione delle garanzie in esame non è giustificata dalla qualità di (futuro) socio del sottoscrittore, ma costituisce una prestazione comune del venditore nel caso di alienazione di partecipazioni sociali. Poiché sono sottratti al divieto imposto dalla norma del § 57 *AktG* i negozi conclusi tra la società e un socio (presente o futuro) *at arm's length*, ossia i negozi che un diligente amministratore avrebbe concluso nelle stesse circostanze alle medesime condizioni sul mercato con un non azionista (20), tali clausole non rappresenterebbero un'attribuzione patrimoniale vietata dal § 57 *AktG*; del resto hanno lo scopo di assicurare il rapporto di equivalenza tra apporto (sia esso un'azienda; un pacchetto di controllo; un *know-how* del sottoscrittore), da un lato, e il valore dell'investimento, dall'altro (21). L'obiezione è però oggetto di critica, in quanto — si è sostenuto — pare confondere il piano dei rapporti contrattuali tra le parti e le regole sul mantenimento del capitale sociale (e salvo che si ritengano violati, come da parte di alcuni si sostiene, addirittura i principi sulla corretta formazione del capitale sociale) (22).

(19) *Ex multis* HENZE, § 57, in *AktG Großkommentar*, Berlin-New York, 2001, Rn. 80, 141.

(20) CANARIS, *Die Rückgewähr von Gesellschaftereinlagen durch Zuwendungen an Dritte*, in *Festschrift für Fischer*, Berlin-New York, 1979, 31 ss.; LUTTER (nt. 18), Rn. 15, 647; RAISER-VEIL, *Recht der Kapitalgesellschaften*, München, 2006, 304.

(21) DIETZ (nt. 6), 183, secondo il quale le *warranties* in esame hanno la funzione di determinare l'equilibrio dei valori (del conferimento, da un lato, e delle azioni, dall'altro) e pertanto sono valide qualora facciano riferimento a circostanze passate o presenti del patrimonio sociale; diversa invece è la conclusione circa la validità delle clausole che fanno riferimento al futuro andamento dell'impresa, poiché queste non trovano la loro giustificazione in tale rapporto di equivalenza: v. su tale distinzione *infra*, paragrafo 4.

(22) Secondo WINTER, *Gesellschaftsrechtliche Schranken für "Wertgarantien" der AG auf eigene Aktien*, in *Festschrift Röhrich*, Köln, 2005, 709 ss. [un cenno già anche in LUTTER (nt. 18), Rn. 31, 650] le clausole in esame violano non tanto il principio della *Kapitalerhaltung*, del mantenimento del capitale, quanto quello della *Kapitalaufbringung*, della formazione del capitale: Secondo l'Autore, infatti, l'operazione determina il contrasto con il § 56 Abs. 3 *AktG*, ossia con la norma che vieta, in tutto o in parte, la sottoscrizione delle azioni per conto della società (corrispondente al nostro art. 2357-*quater*, 3° comma, c.c.). Ove, infatti, il rischio economico della sottoscrizione delle azioni sia anche in parte sopportato dalla società, si applica il § 56 Abs. 3 *AktG* quale *lex specialis* rispetto al § 57 *AktG* (così a 713, dopo aver ricostruito la storia della prima norma a partire dalla novella del diritto azionario tedesco del 1931). Orbene: con le clausole in esame la società assumerebbe in par-