

# *Consiglio Nazionale del Notariato*

*Studio n.63-2020/I*

## **Controllo di società e situazioni giuridiche non proprietarie della partecipazione sociale**

*di Maura Garcea*

*(Approvato dalla Commissione Studi d'Impresa il 23/04/2020)*

### *Abstract*

La sussistenza di una relazione di controllo societario è sovente posta a fondamento dell'operatività di determinate clausole statutarie quali, ad esempio, clausole di prelazione e di gradimento ovvero, più in generale, che prevedano specifiche conseguenze nel caso di cambiamento del controllo nei confronti di una società-socia.

Lo studio ha ad oggetto l'esame di alcune particolari manifestazioni del c.d. controllo societario da partecipazione, di diritto o di fatto, di cui all'art. 2359, comma 1, nn. 1 e 2 del codice civile.

Una volta ricostruiti in via generale i connotati del controllo da partecipazione, lo studio si interroga, in primo luogo, in merito al radicamento di una posizione di controllo in capo all'usufruttuario ovvero al creditore pignoratizio di azioni o di quote, situazioni nelle quali la titolarità del voto non deriva dalla proprietà della partecipazione. Successivamente, viene affrontato il tema della ricorrenza o meno di una posizione di controllo con riferimento a due figure contrattuali, il riporto e il *leasing* di partecipazioni sociali; in tali vicende, a fronte della normale coincidenza, rispettivamente a favore del riportatore e del concedente, tra la titolarità della partecipazione e la titolarità del diritto di voto, si pone il problema della ragionevolezza, in considerazione degli interessi che tali operazioni contrattuali mirano a soddisfare, di una diversa distribuzione tra le parti del diritto di voto, e, conseguentemente, del controllo.

*Sommario:* 1. Il controllo da partecipazione e la professione notarile. – 2. Il controllo da partecipazione nel codice civile: stabilità, voto per conto di terzi, legittimazione all'esercizio del voto. – 3. L'usufrutto e il pegno di partecipazioni sociali. – 4. Il contratto di riporto. - 5. Il *leasing* di partecipazioni sociali. – 6. In conclusione.

### **1. Il controllo da partecipazione e la professione notarile.**

La sussistenza di una relazione di controllo tra società costituisce non soltanto presupposto di applicazione di regole inderogabilmente dettate dal legislatore, *in primis* nel codice civile (artt. 2359-*bis* ss. e 2497 ss.), nonché in numerose leggi speciali (tra le altre, la disciplina dei conti consolidati e dell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese insolventi), ma, come si ricava dalla prassi contrattuale e delle corti, essa è sovente indicata quale presupposto di operatività di determinate scelte statutarie, quali, ad esempio, le clausole di prelazione e di gradimento ovvero, più in generale, che prevedano determinate conseguenze nel caso di

cambiamento del controllo di una società-socia <sup>(1)</sup>. Si pensi, inoltre, a quell'orientamento giurisprudenziale <sup>(2)</sup> in virtù del quale è applicabile in via analogica la disciplina della circolazione dell'azienda (artt. 2555 ss. c.c.) anche alle ipotesi di circolazione di quote societarie <sup>(3)</sup>, il che potrebbe verificarsi proprio nel caso del trasferimento della partecipazione del socio controllante.

Da tali constatazioni è scaturita la scelta di dedicare uno studio alla rintracciabilità del controllo in presenza di usufrutto, pegno e *leasing* di partecipazioni sociali nonché di un contratto di riporto, tutte ipotesi nelle quali la sussistenza del controllo non si apprezza, "semplicemente", dalla verifica della corrispondenza biunivoca tra la titolarità della partecipazione e la disponibilità del diritto di voto. Lo studio si concentrerà, segnatamente, sulle cc. dd. fattispecie di controllo da partecipazione previste nell'art. 2359, comma 1, nn. 1 e 2, c.c., e ciò in ragione delle seguenti considerazioni: a) la prassi rivela che, frequentemente, si fa riferimento negli statuti ad una posizione di "controllo" *tout court*, senza ulteriori specificazioni, il che deve far presumere che la fattispecie da prendere in considerazione sia quella (generale) del codice civile; b) gli enunciati che definiscono le fattispecie di controllo di cui all'art. 2359 c.c. sono, come ampiamente noto, a loro volta richiamati da numerose leggi speciali anche nella definizione delle loro (speciali) fattispecie di controllo. Insomma, la portata degli enunciati codicistici, per le ragioni appena rammentate, ha una capacità espansiva molto significativa.

Venendo quindi alla struttura dello studio, una volta ricostruiti i connotati del controllo societario da partecipazione, se ne suggerirà la ricorrenza, in primo luogo, in tutti i casi nei quali la disponibilità del diritto di voto nell'assemblea ordinaria non derivi dalla proprietà delle azioni o delle quote, bensì poggi su un diverso titolo giuridico avente ad oggetto la partecipazione in una società (usufrutto e pegno di partecipazioni sociali). In secondo luogo, verranno prese in considerazione alcune situazioni nelle quali, pur derivando l'esercizio del diritto di voto da una posizione di proprietà (formale) della partecipazione, ci si interroga sulla plausibilità, in ragione della specifica operazione contrattuale coinvolta (riporto di azioni, *leasing* di partecipazioni sociali), di una diversa attribuzione del voto che tenga conto dell'assetto degli interessi che il contratto medesimo è volto a disciplinare e soddisfare.

## **2. Il controllo da partecipazione nel codice civile: stabilità, voto per conto di terzi, legittimazione all'esercizio del voto.**

Ai sensi dell'art. 2359, comma 1, nn. 1 e 2, c.c., sono considerate società controllate: 1) le società in cui un'altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea

---

<sup>(1)</sup> Per un caso di clausola di prelazione operante nell'ipotesi di mutamento del controllo di una società-socia, v. Trib. Milano, 24 luglio 2018 (ord.), in *Giur. it.*, 2019, 3, 594, con nota di LUONI, *La prelazione ed il cambio del controllo*, ivi, 596. Una recente massima del Consiglio Notarile di Milano, intitolata "*Clausole statutarie di «change of control» che disciplinano gli effetti del trasferimento delle partecipazioni delle società-socie (artt. 2355-bis e 2469 c.c.)*" (n. 185 del 3 dicembre 2019), è appunto dedicata a quelle clausole statutarie che si "attivano" a seguito del cambiamento del controllo di una società.

<sup>(2)</sup> Cfr., *ex multis*, Cass. 19 novembre 2008, n. 27505; Cass. 24 luglio 2000, n. 9682; Cass. 20 gennaio 1997, n. 549; App. Napoli, 21 ottobre 2019, n.5117, [www.dejure.it](http://www.dejure.it); App. Bologna, 21 gennaio 2019, *ilsocietario.it*, 18 aprile 2019. In tema, cfr. inoltre: CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale. 1. Diritto dell'impresa*, Torino, 2014, pp. 151, 152; CIAN, *La "circolazione" dell'impresa: il trasferimento dell'azienda*, in *Diritto commerciale. I. Diritto dell'impresa*, a cura di Cian, Torino, 2017, p. 154; COLOMBO, *L'azienda*, in *Tratt. dir. comm. dir. pubb. ec.*, diretto da Galgano, Padova, 1979, p. 191 ss.

<sup>(3)</sup> Il che, come è intuibile, potrebbe avere significative ripercussioni anche sotto il profilo fiscale; tale profilo non sarà esaminato in questa sede, ma, per una ricognizione dei termini del problema, può leggersi MORELLO, *Il trasferimento di partecipazioni. Interpretazione e abuso del diritto*, in *Not.*, 2019, 132 ss.

ordinaria; 2) le società in cui un'altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria.

Le fattispecie previste nell'art. 2359, comma 1, c.c., concernono il c.d. controllo interno o da partecipazione, ulteriormente articolato in controllo di diritto (n. 1) e controllo di fatto (n. 2). In tali ipotesi di controllo il legislatore attribuisce rilevanza al numero dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria. Si tratta di una scelta non risalente alla versione originaria dell'art. 2359 c.c., atteso che, nel 1942, il testo dell'art. 2359, comma 2, c.c., aveva il seguente tenore: «Sono considerate società controllate quelle in cui un'altra società possiede un numero di azioni tale da assicurarle la maggioranza dei voti nelle assemblee ordinarie, o quelle che, in virtù di particolari vincoli contrattuali, sono sotto l'influenza dominante di altra società».

Successivamente, a seguito della c.d. mini-riforma delle società (l. 7 giugno 1974, n. 216), l'art. 2359 c.c. è stato modificato, con un conseguente ampliamento del suo ambito di applicazione che diventa comprensivo anche delle "quote". Precisamente, è stato stabilito che: «Sono considerate società controllate: 1) le società in cui un'altra società, in virtù delle azioni o quote possedute, dispone della maggioranza richiesta per le deliberazioni dell'assemblea ordinaria; 2) le società che sono sotto l'influenza dominante di un'altra società in virtù delle azioni o quote da questa possedute o di particolari vincoli contrattuali con essa; 3) le società controllate da un'altra società mediante le azioni o quote possedute da società controllate da questa».

Si giunge, infine, per la parte che qui interessa, al dettato attualmente in vigore dell'art. 2359 c.c., risalente al 1991, anno di entrata in vigore della disciplina in materia di conti annuali e consolidati (d.lgs. 9 aprile 1991, n. 127), nel quale è fondamentale sottolineare come, a seguito delle modificazioni normative, ai fini della sussistenza di un rapporto di controllo, il requisito della *disponibilità dei voti* abbia sostituito il riferimento al *possesso* di azioni o quote <sup>(4)</sup>.

La scelta di ancorare la sussistenza di un rapporto di controllo al voto nell'assemblea ordinaria è da ricondurre alla circostanza che l'organo assembleare ha la competenza, tra le altre, a nominare e revocare gli amministratori e, conseguentemente, chiunque, tra coloro che hanno titolo giuridico per partecipare al procedimento assembleare, sia in grado di determinare il contenuto delle delibere assembleari di nomina e revoca degli amministratori è altresì in grado, si ritiene, di influire in maniera dominante sull'attività di gestione di una società, potendo, di fatto, influenzare l'organo amministrativo ad essa preposto, la cui permanenza in carica risulta da questi dipendente <sup>(5)</sup>; poiché, infatti, il controllo consiste nella capacità di influire sulle scelte dell'organo

---

<sup>(4)</sup> Già D'ALESSANDRO riteneva che dal riferimento al "possesso" delle azioni o delle quote non si dovesse ricavare una necessaria coesistenza tra titolarità e diritto di voto in capo al medesimo soggetto, quella lettura potendo infatti favorire l'elusione della disciplina se, secondo l'interpretazione preferibile, essa aveva l'obiettivo di evitare "distorsioni, di carattere patrimoniale come di carattere amministrativo, nascenti dagli incroci di partecipazioni" (*La nuova disciplina dei gruppi di società (note esegetiche)*, in *La disciplina dei gruppi di società nella "novella" del 1974*, Milano, 1978, p. 114).

<sup>(5)</sup> Si tratta di opinione pressoché pacifica, seppur diversamente motivata: cfr., BIANCHI, *La nuova definizione di società "controllate" e "collegate"*, in *La nuova disciplina dei bilanci di società*, a cura di Bussoletti, Torino, 1993, p. 9; NOTARI, *La nozione di «controllo» nella disciplina antitrust*, Milano, 1996, p. 268 ss.; PASTERIS, *Il "controllo" nelle società collegate e le partecipazioni reciproche*, Milano, 1957, p. 55, ove la specificazione che stabilità è da intendersi come «impossibilità – nei limiti di forza del controllo – di revocare l'amministratore». Emblematica, in quest'ottica, è la scelta del T.U.F. (d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, «Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria») che, nel delimitare sotto il profilo oggettivo l'ambito di applicazione delle regole in tema di offerta pubblica obbligatoria, si riferisce ai titoli che attribuiscono «diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza» (art. 105, secondo comma). Il testo del successivo art. 106 non menziona testualmente l'intenzione di acquistare il *controllo* quale presupposto per la nascita dell'obbligo di offerta pubblica d'acquisto – diversamente da quanto stabilito nella previgente legge O.P.A. (l. n. 149/1992) – essendo stato preferito, per esigenze di certezza, il criterio della soglia fissa, scelta legislativa che ha poi

amministrativo, senza un'influenza stabile sull'organo assembleare un siffatto risultato non appare realizzabile <sup>(6)</sup>.

Inoltre, si sottolinea come, pur essendo l'art. 2359 c.c. dettato nell'ambito della disciplina delle società per azioni, e pur a fronte della scomparsa del riferimento alle "quote", tali rapporti di controllo possano ricorrere vuoi nell'ambito di una società a responsabilità limitata, vale a dire di una società nella quale, almeno nel modello legale, sono i soci, in base alle rispettive quote di partecipazione, a nominare gli amministratori della società <sup>(7)</sup>, vuoi in una società di persone, seppur con alcuni necessari adattamenti statutari che rendano il potere funzione diretta del rischio <sup>(8)</sup>.

Svolte queste premesse, si ricorda come la fattispecie del controllo da partecipazione contenuta nell'art. 2359 c.c. sia funzionale innanzitutto all'applicazione della disciplina in tema di acquisto da parte della controllata di partecipazioni nella controllante, disciplina che, a sua volta, è volta a evitare sia rischi di annacquamento del capitale (art. 2359-bis, commi 1-4, c.c.), sia di voto "falsato" nell'assemblea della controllante (art. 2359-bis, comma 5, c.c.).

La circostanza che una società controlli un'altra, come anticipato, consente infatti alla prima di influire sulle scelte della seconda avendo la possibilità di nominarne, e revocarne, gli amministratori nonché di approvarne o meno il bilancio <sup>(9)</sup>. Se questa è la *ratio* sottesa alla disciplina codicistica del controllo, allora si comprende come mai la fattispecie di controllo debba essere valutata in via prognostica; bisognerà valutare, cioè, se, in un dato momento, un determinato soggetto, in ragione della disponibilità dei voti, sia in grado di partecipare, influenzandone in maniera dominante l'approvazione, a queste particolari deliberazioni dell'assemblea sociale <sup>(10)</sup>.

Si apprezza pienamente il senso di tale lettura prognostica del controllo se si pone attenzione alla fattispecie del c.d. controllo da partecipazione "di fatto" (art. 2359, comma 1, n. 2, c.c.), vale a dire a quell'ipotesi di controllo basata non sulla maggioranza aritmetica dei voti, bensì su un numero di voti sufficiente per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria. In particolare, può dirsi che sia controllante di fatto di un'altra la società che «è prognosticamente in condizione, per il rilievo comparativo della propria partecipazione, per l'atteggiamento (tipicamente assenteista) dei titolari delle partecipazioni residue (che pure disporrebbero della maggioranza dei voti) e per il regime dei *quorum* costitutivo e deliberativo dell'assemblea ordinaria (in seconda convocazione, l'assemblea ordinaria delibera "*qualunque sia la parte del capitale rappresentata dai soci partecipanti*" – art. 2369.3 c.c.), di nominare e revocare

---

trovato conferma nella direttiva 2004/25/CE in materia di offerte pubbliche d'acquisto. La circostanza che il termine "controllo" non venga testualmente richiamato, non inficia peraltro il consolidato convincimento che l'intera disciplina dell'O.P.A. si basi, oggi come ieri, sul presupposto che la soglia determinata sia in via prognostica sufficiente, comunque, per acquistare il controllo sulla società: coerentemente, infatti, il quinto comma del medesimo art. 106 TUF attribuisce alla Consob il potere di regolamentare i casi nei quali il superamento della partecipazione non renda obbligatoria la promozione di un'offerta ove uno o più (diversi e ulteriori) soci già detengano il controllo.

<sup>(6)</sup> Per questa ultima sottolineatura, PASTERIS, *op. cit.*, p. 75.

<sup>(7)</sup> V. infatti SCHIUMA, *Controllo, governo e partecipazione al capitale*, Padova, 1997, p. 178 ss.; SCOGNAMIGLIO, *La nuova s.r.l. e i gruppi di società*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004, pp. 331-332.

<sup>(8)</sup> Sull'assoggettabilità a controllo di una società di persone, sia consentito rinviare a GARCEA, *I gruppi di società di persone*, Napoli, 2008.

<sup>(9)</sup> Cfr. SPOLIDORO, *Il concetto di controllo nel codice civile e nella legge antitrust*, in *Riv. soc.*, 1995, I, 480.

<sup>(10)</sup> Per questa impostazione, SCHIUMA, *Controllo, governo e partecipazione al capitale*, Padova, 1997, pp. 51-52, 104-105.

gli amministratori»<sup>(11)</sup>. Si deve trattare di una posizione tendenzialmente stabile che consenta di prevedere la disponibilità di una maggioranza di voti sufficiente a determinare le scelte della società con una certa continuità: ed infatti, l'esigenza di certezza, sottesa all'applicabilità o meno della disciplina del controllo, «comporta che la disponibilità dei diritti di voto non deve essere frutto di una situazione contingente, ma deve essere conseguenza di posizioni giuridiche e di rapporti che abbiano un certo grado di stabilità e consentano di affermare che un soggetto è in grado di disporre con continuità di una maggioranza relativa sufficiente per ottenere l'approvazione delle deliberazioni più importanti di competenza dell'assemblea ordinaria»<sup>(12)</sup>.

In altri termini, appare indefettibile ricostruire i contenuti della fattispecie a partire dalla disciplina e dalle finalità e dagli interessi che quest'ultima è volta a soddisfare<sup>(13)</sup>. E così, affinché si realizzino i rischi paventati vuoi di annacquamento del capitale, vuoi di inquinamento dei processi decisionali<sup>(14)</sup>, una certa stabilità nella disponibilità del diritto di voto appare indispensabile<sup>(15)</sup>.

Un ulteriore elemento da prendere in esame, al fine di verificare la sussistenza di una fattispecie di controllo, è quello dell'interesse per il quale il voto è esercitato: come previsto espressamente nell'art. 2359, comma 2, c.c. non si computano infatti i voti spettanti per conto di terzi. Tale norma, sulla quale si tornerà più avanti, pur dettata con riferimento al c.d. controllo indiretto, e cioè al voto esercitato da società controllate e fiduciarie nonché da persone interposte, può considerarsi espressiva di un principio generale.

Infine, e come si dirà ancora nel prosieguo, l'eventuale disciplina di fonte contrattuale espressiva di un determinato ed effettivo assetto di interessi, non è di per sé idonea a esaurire la verifica sulla sussistenza o meno di una fattispecie di controllo perché, traducendosi esso nella disponibilità del voto, non debbono sussistere ostacoli a che il voto possa essere esercitato e, così, a che l'indirizzo delle delibere assembleari possa essere influenzato. In altri termini, l'attribuzione del diritto di voto deve essere corredata da indici di legittimazione tali da renderla opponibile nei confronti della società e, quindi, organizzativamente rilevante.

### **3. L'usufrutto e il pegno di partecipazioni sociali.**

---

<sup>(11)</sup> Così SPADA, *Diritto commerciale. II. Elementi*, Padova, 2009, 118. Nel valutare la sussistenza di un controllo "di fatto" sarà quindi necessario prendere in considerazione elementi estranei idonei a «potenziare» la partecipazione di minoranza quali, ad esempio, il frazionamento del capitale e l'assenteismo dei piccoli azionisti: in tal senso NOTARI-BERTONE, *Sub art. 2359 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti – Bianchi – Ghezzi – Notari, Milano, 2008, p. 675.

<sup>(12)</sup> Le parole riportate sono tratte da SBISÀ, *Sub art. 2359 c.c.*, in *Comm. Cod. Civ. Scialoja – Branca*, a cura di Galgano, Bologna – Roma, 1997, pp. 474-475; conf. BIANCHI, *op. cit.*, p. 501; LIBONATI B., *Il gruppo insolvente*, Napoli – Firenze, 1981, p. 65; SANTAGATA R., *I "gruppi paritetici" nella disciplina antimonopolistica*, in *Riv. soc.*, 2003, 278.

<sup>(13)</sup> Applica tale metodo ai fini della ricostruzione del controllo quale presupposto dell'obbligo di redigere il bilancio consolidato, BIANCHI, *op. cit.*, pp. 15-16, il quale ritiene che solamente un'influenza dominante «unilaterale e tendenzialmente stabile» può giustificare l'imposizione degli obblighi informativi e l'adozione dei criteri di valutazione delle poste dettati nel decreto n. 127/1991.

<sup>(14)</sup> Per un'approfondita riflessione su tali finalità, si rinvia a SCHIUMA, *op. cit.*, p. 52 ss.

<sup>(15)</sup> Il tema della valutazione prognostica non si pone in termini differenti nell'ipotesi del voto derivante dalla titolarità di azioni riscattabili di cui all'art. 2437-sexies c.c. Appare peraltro importante specificare che, nel valutare la (futura) capacità dell'azionista di approvare le deliberazioni dell'assemblea ordinaria, dovrà essere tenuta in considerazione la concreta configurazione del riscatto o, meglio, del termine e/o delle circostanze stabilite per l'esercizio del medesimo (previsioni che, come è stato sottolineato, non possono mancare, al fine di evitare che il riscatto si traduca «in uno strumento rimesso all'arbitrio esclusivo del riscattante, con la conseguenza di possibili comportamenti abusivi a danno di minoranze "scomode" e in contrasto con un (doveroso) trattamento paritario degli azionisti»: così CALVOSA, *sub art. 2437-sexies c.c.*, in *Le società per azioni*, diretto da Abbadessa-Portale, Milano, 2016, p. 2564).

Il diritto della società per azioni nonché, per rinvio, quello della società a responsabilità limitata, contempla la possibilità che la partecipazione possa essere oggetto di usufrutto, pegno<sup>(16)</sup> e sequestro (cfr., rispettivamente, artt. 2352 e 2471-*bis* c.c.) e, segnatamente, la scelta del legislatore è nel senso di dichiarare direttamente applicabile ad una società a responsabilità limitata le regole dettate in tema di società per azioni; con l'unico "adattamento", in tale ultimo caso, della necessità di rispettare eventuali limiti previsti per la circolazione della partecipazione in società a responsabilità limitata (cfr. art. 2471-*bis* c.c. che fa salva l'applicazione del terzo comma dell'art. 2471 c.c.).

In tutte e tre le ipotesi appena rammentate, il codice civile disciplina la distribuzione del diritto di voto tra nudo proprietario e usufruttuario, debitore e creditore pignoratizio, destinatario del provvedimento di sequestro e custode, voto che, salva diversa previsione, spetta, rispettivamente, all'usufruttuario, al creditore pignoratizio e, in ogni caso, al custode.

Per ciò che concerne l'usufrutto e il pegno di azioni o di quote, il voto, come anticipato, è attribuito, salvo convenzione contraria, all'usufruttuario e al creditore pignoratizio. Se è oggetto di discussione la possibilità che in virtù della convenzione contraria il diritto di voto possa attribuirsi o meno anche a un terzo, è invece pacifica la soluzione secondo cui il diritto di voto possa spettare al socio-nudo proprietario e al socio-debitore<sup>(17)</sup> <sup>(18)</sup>, i quali, si sottolinea, rimangono in ogni caso portatori dell'interesse alla conservazione del valore della quota di partecipazione<sup>(19)</sup>.

Ai fini della sussistenza di un rapporto di controllo ai sensi dell'art. 2359 c.c. deve ritenersi che la titolarità di un diritto reale parziale sulle azioni o di una garanzia sulle medesime,

---

<sup>(16)</sup> Le funzioni che la costituzione di un diritto di usufrutto di azioni e quote è idonea a svolgere sono ampiamente ricostruite nelle pagine di TASSINARI, *L'usufrutto di partecipazioni sociali in funzione di assets protection*, in *Società, contratti, bilancio, revisione*, 2014, 12 ss. Quanto ai profili problematici del pegno su azioni, si legga GUGLIELMO, *Il pegno su azioni nelle operazioni sul capitale sociale: aspetti problematici ed indirizzi operativi*, Studio CNN n. 6071/I, in *Studi e materiali. Quaderni semestrali*, 2006, 406 ss.

<sup>(17)</sup> PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, in *Tratt. soc. az.*, diretto da Colombo-Portale, Torino, 1994, v. 3, t., 1, p. 317; SCIMEMI, *La vendita del voto*, Milano, 2003, p. 188. Si esclude peraltro che la convenzione contraria possa tradursi nella scelta di un esercizio congiunto del voto, con la conseguenza che il «rappresentante comune», eventualmente nominato, dovrebbe considerarsi alla stregua del rappresentante del solo soggetto al quale spetta il diritto di voto: così BRIOLINI, *Pegno, usufrutto e sequestro di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, Torino, 2006, v. 1, p. 667, nota n. 23; in senso favorevole, invece, ZANARONE, *Sub art. 2471-bis c.c.*, in *Il codice civile. Commentario*, diretto da Schlesinger, Milano, 2010, p. 749, nota n. 89. Sono state inoltre ritenute legittime «anche in assenza del termine di efficacia di cinque anni di cui all'art. 2355 *bis*, 1° comma, c.c., le clausole che vietano la costituzione di usufrutto o di pegno su azioni» nonché «anche in assenza della previsione di un obbligo di acquisto a carico della società o degli altri soci ovvero del diritto di recesso del costituente, le clausole di mero gradimento riferite alla costituzione di usufrutto o di pegno su azioni» (*Clausole di divieto o di mero gradimento riferite alla costituzione di usufrutto o di pegno su azioni di s.p.a. (art. 2355 bis c.c.)*, Comitato Notarile Milano, massima n. 34 del 19 novembre 2004).

<sup>(18)</sup> Laddove non sarebbero invece opponibili alla società, e non assumerebbero quindi rilievo organizzativo, quelle convenzioni volte a distribuire diversamente tra nudo proprietario e usufruttuario il diritto di voto in ragione dell'oggetto della deliberazione: così ANGELICI, *Sub art. 2352 c.c.*, in *Il codice civile. Commentario*, diretto da Schlesinger, Milano, 1992, p. 201; SACCHI, *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. Profili procedurali*, in *Tratt. soc. az.*, diretto da Colombo-Portale, Torino, 1994, v. 3, t., 1, p. 360 ss.; POLI, *Il pegno di azioni*, Milano, 2000, p. 396 ss.; dell'idea, invece, che la convenzione contraria possa anche modulare diversamente il diritto di voto in base all'ordine del giorno dell'assemblea, PARTESOTTI, *op. cit.*, 316.

<sup>(19)</sup> In argomento, v. ANGELICI, *op. cit.*, p. 199; BISOGNI, *sub art. 2352 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti – Bianchi – Ghezzi – Notari, Milano, 2008, pp. 481-482; D'ALESSANDRO, *op. cit.*, pp. 118-119; RIVOLTA, *Azioni e quote sociali: pegno di usufrutto, pegno di nuda proprietà e diritto di voto*, in *Riv. dir. civ.*, 1998, I, 587 ss.

quali sono l'usufrutto e il pegno, sia idonea a integrare la fattispecie del controllo di società <sup>(20)</sup> atteso che, in entrambi i casi, i titolari del voto esercitano tale diritto nel proprio interesse <sup>(21)</sup>. Anche ai fini della nascita dell'obbligo di lanciare un'offerta pubblica di acquisto, ciò che rileva è la disponibilità del voto, tant'è che gli "acquisti" richiesti nell'art. 106 del testo unico dell'intermediazione finanziaria (d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58) debbono considerarsi integrati anche in ipotesi di voto derivante da un diritto di usufrutto o di pegno <sup>(22)</sup>.

Tale conclusione, vale a dire la qualifica di controllante in capo all'usufruttuario e al «creditore pignoratorio, rimane valida purché, nella situazione concreta, si accerti, sulla base degli accordi che regolano l'esercizio del voto, che siano effettivamente costoro i depositari del reale potere di decisione in coerenza con la regola, dettata nel secondo comma dell'art. 2359 c.c., in virtù della quale, ai fini della sussistenza di un rapporto di controllo, «non si computano i voti spettanti per conto di terzi» <sup>(23)</sup>.

Quanto alla legittimazione all'esercizio del voto <sup>(24)</sup>, con specifico riferimento all'usufrutto, in relazione alla medesima partecipazione azionaria è legittima l'emissione di due titoli distinti, rappresentativi l'uno dei diritti del nudo proprietario e l'altro dei diritti dell'usufruttuario (cfr. art. 1 R.D. 239/42 e art. 2025 c.c.) per cui, in tal modo, "il soggetto al quale è riservato il diritto di voto (nudo proprietario o usufruttuario a seconda della convenzione) potrà intervenire in assemblea esibendo esclusivamente il proprio certificato" <sup>(25)</sup>. Si realizza, così, una sorta di "sdoppiamento" del titolo: «titolo di nuda proprietà e titolo di usufrutto (certificato di usufrutto) che possono circolare indipendentemente uno dall'altro»<sup>(26)</sup>, fermo restando che l'esercizio del voto spetterà, a seconda dei casi, all'uno o all'altro. In

---

<sup>(20)</sup> Di questa opinione, GALGANO – GENGHINI, *Il nuovo diritto societario*, in *Tratt. dir. comm. e dir. pubb. ec.*, Padova, 2006, p. 277; NOTARI – BERTONE, *op. cit.*, p. 672; OLIVIERI, *La redazione del bilancio consolidato*, in COLOMBO – OLIVIERI, *Il bilancio consolidato*, in *Tratt. soc. az.*, diretto da Colombo – Portale, Torino, 1994, v. 7, t. 1, p. 683; SCHIUMA, *op. cit.*, p. 86, testo e note; sulla rilevanza dei rapporti tra nudo proprietario e usufruttuario, ai fini della sussistenza di una relazione di controllo, si legga inoltre Cass. 18 febbraio 2018, n. 3951, in *Soc.*, 2018, 1118, con commento di DI BITONTO, *ivi*, 1119. Di diversa opinione, con riferimento al creditore pignoratorio, GRANDE STEVENS, *Società controllate e collegate. Rappresentanza in assemblea*, in *Riv. soc.*, 1974, 804, sul presupposto che il «possesso» di cui all'art. 2359 non potesse ricomprendere l'ipotesi del creditore pignoratorio perché, in tal caso, non sarebbe stata applicabile la sanzione dell'obbligo di vendita e la norma si sarebbe prestata, quindi, a facile elusione; si tratta oggi, probabilmente, di un'obiezione che, se pure si fosse considerata decisiva all'epoca, era purtuttavia basata sul tenore originario dell'art. 2359 c.c. ove si parlava di «possesso» di azioni e non di disponibilità dei voti.

<sup>(21)</sup> ANGELICI, sub art. 2352 c.c., cit., 199; BRIOLINI, sub art. 2352 c.c., in *Le società per azioni*, diretto da Abbadessa – Portale, t. 1, 2016, p. 603; GATTI, *La rappresentanza del socio nell'assemblea*, Milano, 1975, p. 93 ss. che parla, a tal proposito, di una legittimazione «primaria» in contrapposizione a quella del (mero) rappresentante derivante dal delegante. Nello stesso senso, per un'ipotesi di usufrutto di partecipazione di s.r.l., v. Cass. 26 maggio 2000, n. 6957 e Cass. 19 agosto, 1996, n. 7614.

<sup>(22)</sup> COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2018, p. 97; MUCCIARELLI F.M., *Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, in *Tratt. Diritto commerciale Buonocore-Costi*, Torino, 2014, p. 143; SCIMEMI, *op. cit.*, p. 193, note nn. 570 e 571, salvo che, ad esempio, non ricorra un'ipotesi di esenzione da o.p.a., come in caso di acquisti a carattere temporaneo *contra* POLI, *op. cit.*, p. 478, nota n. 360.

<sup>(23)</sup> Sottolinea la necessità di effettuare una verifica in concreto del potere di decidere in merito all'esercizio del voto SBISÀ, *op. cit.*, p. 465; sulla rilevanza del concreto assetto dei poteri tra le parti e, conseguentemente, della "imputazione" del controllo, cfr. inoltre LAMANDINI, Sub art. 2359 c.c., in *Le società per azioni*, diretto da Abbadessa – Portale, t. 1, 2016, p. 756: «il controllo potrà ritenersi "trasferito" all'usufruttuario, al creditore pignoratorio e custode giudiziario nella misura in cui, nelle singole circostanze e in base agli eventuali accordi intervenuti con l'usufruttuario o il creditore, possa fondatamente escludersi che il voto viene esercitato "per conto del socio"».

<sup>(24)</sup> Sulle condizioni per l'acquisto della legittimazione al voto, cfr., BRIOLINI, sub art. 2352 c.c., cit., p. 606; GATTI, *op. cit.*, p. 92 ss.; PARTESOTTI, *op. cit.*, p. 314.

<sup>(25)</sup> *Emissioni di certificati azionari o di azioni distinte per l'usufruttuario e per il nudo proprietario*, Comitato Notarile Triveneto. Orientamenti societari, n. H.I.20 - 9/06.

<sup>(26)</sup> Così ASQUINI, *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1947, I, 20.

presenza di un diritto di pegno, tale diritto può essere costituito, e conseguentemente esercitato, mediante girata, con consegna del titolo al creditore, ovvero mediante annotazione del vincolo sul titolo e sul libro soci o, in caso di dematerializzazione, in conformità all'art. 83-*octies* del TUF <sup>(27)</sup>. Qualora l'usufrutto e il pegno abbiano ad oggetto una partecipazione in società a responsabilità limitata, mentre per la costituzione del diritto trovano applicazione le relative discipline civilistiche, ai fini dell'opponibilità del vincolo nei confronti della società dovrà essere rispettata la previsione di cui all'art. 2470 c.c. <sup>(28)</sup>.

Costituisce inoltre un elemento essenziale da prendere in considerazione ai fini della verifica della *stabilità* di una (presunta) relazione di controllo anche il profilo temporale; secondo quanto da alcuni evidenziato, infatti, così come accade in presenza di un contratto di riporto, una eventuale breve durata dei diritti di usufrutto o di pegno sulle partecipazioni suscita serie perplessità sulla configurabilità di una relazione di controllo tra società <sup>(29)</sup>. L'apprezzamento prognostico del controllo si basa non sul guardare al fatto (passato) dell'approvazione della delibera, bensì al potere (presente) di approvarne anche altre in futuro <sup>(30)</sup>. E così, ad esempio, a fronte di un diritto di usufrutto costituito per un periodo molto limitato di tempo (si pensi a una durata di un mese), non viene tanto in rilievo la considerazione che, nel periodo dell'usufrutto sulle quote, non si siano di fatto tenute riunioni assembleari della società, quanto piuttosto l'idoneità dell'usufruttuario a parteciparvi, ove convocate, continuativamente e, soprattutto, con efficacia decisoria stabile sull'organizzazione della società in considerazione di una eventuale durata estremamente breve dell'usufrutto. Anche ammettendo, infatti, che nel circoscritto lasso di tempo in cui sussiste l'usufrutto l'assemblea venga convocata e l'usufruttuario incida sull'adozione delle relative delibere, la circostanza "nota" che, entro un breve termine, vi sarà un nuovo soggetto parimenti in grado di incidere sulle delibere assembleari (eventualmente anche revocando, dopo poco tempo, quanto deciso dall'usufruttuario) sembra, in concreto, escludere un potere di influenza dominante da parte dell'usufruttuario in questione. All'opposto, a fronte della costituzione di un pegno nel quale le partecipazioni siano poste a garanzia dell'adempimento di una pluralità di rapporti obbligatori, tale caratteristica del diritto appare idonea a integrare il carattere della stabilità proprio della fattispecie del controllo <sup>(31)</sup>.

Insomma, la posizione di chi, sin dall'inizio, espressamente e programmaticamente, stabilisca che la sua posizione in società sarà a (breve) termine, mette in seria discussione l'esito di un giudizio prognostico positivo in merito alla sussistenza di una fattispecie di controllo.

#### 4. Il contratto di riporto

Con il contratto di riporto il riportatore è, salvo patto contrario, titolare del diritto di voto relativamente ai titoli di credito a lui trasferiti (cfr. art. 1550, comma 2, c.c.), divenendo egli

---

<sup>(27)</sup> In tema, POLI, *op. cit.*, p. 231 ss.

<sup>(28)</sup> In tal senso, ZANARONE, *op. cit.*, p. 743 ss.; della stessa opinione, rispettivamente per il pegno e per l'usufrutto, CALVOSA e PISCITELLO, sub *art. 2471-bis c.c.*, in *S.r.l. Commentario*, Milano, 2011, pp. 414-415 e 421-422. Di recente, si ricorda, la Corte di Cassazione ha affermato il seguente principio di diritto: «la costituzione in pegno delle quote di società a responsabilità limitata è soggetta al disposto della norma dell'art. 2806 c.c., sicché il diritto di pegno risulta costituito con l'iscrizione del relativo atto nel registro delle imprese» (Cass., 27 novembre 2019, n. 31051, in *CNN Notizie* del 17 dicembre 2019, con nota di BOGGIALI, *Efficacia degli atti di disposizione di quote di s.r.l.*).

<sup>(29)</sup> OLIVIERI, *op. cit.*, p. 683, testo e nota n. 60.

<sup>(30)</sup> Lo sottolinea SCHIUMA, *Governo societario ed esercizio del diritto di voto*, in Schiuma (a cura di) *Governo societario ed esercizio del diritto di voto*, Padova, 2014, p. 43 ss.

<sup>(31)</sup> In tal senso POLI, *op. cit.*, p. 481.



socio a tutti gli effetti <sup>(32)</sup>. In tale fattispecie, è da sottolineare, non vengono in considerazione le quote societarie, ma le azioni <sup>(33)</sup>, avendo il contratto di riporto ad oggetto titoli di credito.

Quanto alla distribuzione del diritto di voto, come anticipato, quest'ultimo spetta al riportatore, a differenza degli altri diritti e obblighi riservati al riportato. In altri termini, il legislatore sembra tutelare la posizione di chi, all'esito dell'operazione, sarà il definitivo titolare, ma riserva un trattamento differenziato, proprio e solamente, al diritto di voto. Le ragioni di tale diversità di regime, come autorevolmente sottolineato, non appaiono chiare, ma sono probabilmente da ricondursi alla scelta storica di trasporre quelli che erano all'epoca gli usi di borsa <sup>(34)</sup>.

È da verificare, quindi, se le caratteristiche di tale contratto siano tali da consentire di rintracciare in capo al riportatore la posizione di controllante della società le cui azioni siano oggetto del contratto medesimo. Sotto questo punto di vista non è possibile, come già in precedenza, fornire una risposta unica quale che sia fattispecie concretamente presa in considerazione. Da parte il profilo della misura della partecipazione trasferita (totalitaria <sup>(35)</sup> o comunque tale da consentire un'influenza dominante nell'assemblea chiamata a nominare e revocare gli amministratori), che si ritiene non debba apprezzarsi in modo diverso da quanto detto in via generale sul controllo, la peculiarità di tale fattispecie risiede, ancora una volta, nel profilo temporale, quale indizio di stabilità. È infatti da dubitarsi che possa qualificarsi come stabile la posizione di chi, pur titolare della totalità o di una porzione significativa dei voti, lo sia per un periodo di tempo breve e predeterminato. Si rammenta, tra l'altro, che il contratto di riporto è utilizzato normalmente per finalità finanziarie o speculative <sup>(36)</sup>, con la conseguenza che la durata breve del contratto non costituisce un'eventualità peregrina.

Sotto questo aspetto, la dottrina, seppur con diversità di accenti, non esclude in via di principio la compatibilità del riporto con una situazione di controllo in capo al riportatore purché, naturalmente, non sussista una convenzione di voto opposta rispetto a quanto previsto nel modello legale <sup>(37)</sup> e, in ogni caso, dovendosi compiere una verifica del caso concreto <sup>(38)</sup>; più specificamente, come anticipato, la durata naturalmente determinata del contratto di riporto rende la disponibilità di voti «strutturalmente effimera e come tale inidonea a garantire tanto la maggioranza nell'assemblea ordinaria (controllo di diritto), quanto l'esercizio di una stabile influenza dominante (controllo di fatto)», salvo constatare che sussista tra le parti l'impegno a

---

<sup>(32)</sup> RAGUSA MAGGIORE, voce «*Riporto*», in *Enc. Dir.*, XL, Milano, 1989, p. 1027.

<sup>(33)</sup> Si esclude quindi tradizionalmente che le quote di s.r.l. possano costituire oggetto di riporto: sul punto, COTTINO, Sub artt. 1548 e 1549, in *Comm. Scialoja-Branca*, 2012 (II ed.), p. 24. Non si affronta in questa sede, esulando dall'oggetto del presente studio, l'interrogativo in merito al trattamento da riservare alle quote standardizzate di PMI costituite in forma di società a responsabilità limitata.

<sup>(34)</sup> Di questo avviso COTTINO, sub art. 1550, cit., p. 48, il quale sottolinea ulteriormente come, se è vero che questa soluzione ristabilisce il collegamento tra titolare delle azioni e titolare del diritto di voto, essa lascia al contempo aperta la strada per una convenzione contraria; il che non accade, invece, in caso di vendita a termine di titoli, figura per molti aspetti accostata a quella del riporto azionario. In argomento, v. inoltre CORRADO, *I contratti di borsa*, in *Tratt. dir. civ. Vassalli*, Torino, 1960, p. 470; SCIMEMI, *op. cit.*, p. 204 ss.

<sup>(35)</sup> E sempre che si ritenga possibile qualificare come riporto quel contratto che abbia ad oggetto il trasferimento di un intero pacchetto azionario, attesa, secondo alcuni, la infungibilità di fatto del bene, in ragione della oggettiva difficoltà, in questa peculiare ipotesi, a ritrasferirlo. Secondo RAGUSA MAGGIORE, *op. cit.*, p. 1029, la concreta impossibilità del riportatore, che abbia nel frattempo ceduto il pacchetto azionario, di recuperarlo, non esclude di per sé che sussista la fattispecie del riporto *contra* COTTINO, Sub artt. 1548 e 1549, cit., p. 28, testo e nota n. 10: in tale ipotesi, afferma l'Autore, la libertà del riportatore di disporre dei titoli sarebbe infatti solo illusoria e si tradurrebbe, in ultima analisi, in un inadempimento contrattuale.

<sup>(36)</sup> Sul punto, ampiamente, COTTINO, Sub artt. 1548 e 1549, cit., p. 1 ss.

<sup>(37)</sup> BIANCHI, *op. cit.*, p. 7.

<sup>(38)</sup> SBISA, *op. cit.*, p. 487.

rinnovare il contratto in prossimità delle assemblee più importanti <sup>(39)</sup>, vale a dire, si può aggiungere, quelle rilevanti ai fini della influenza sulla gestione.

Rintracciare una posizione di controllo in capo al riportatore è dunque conclusione che deve confrontarsi vuoi con il concreto assetto contrattuale vuoi con il profilo temporale della durata del contratto e, quindi, della stabilità della sua posizione.

A questa conclusione debbono aggiungersi ulteriori elementi di riflessione qualora le parti, avvalendosi della facoltà loro riconosciuta dal secondo comma dell'art. 1550 c.c., si siano accordate nel senso di attribuire il diritto di voto al riportato <sup>(40)</sup>. Tale patto sarebbe, secondo l'opinione dei più, efficace solamente tra le parti e, dunque, inopponibile nei confronti della società <sup>(41)</sup>. Laddove, infatti, in caso di usufrutto e pegno, la diversa attribuzione del voto all'originario proprietario è per legge opponibile alla società <sup>(42)</sup>, in considerazione della circostanza che il titolare del voto, a seguito della convenzione contraria, risulterà in ogni caso il socio, nell'ipotesi del contratto di riporto, il riportato, per l'esercizio del diritto di voto, avrebbe invece bisogno della cooperazione del riportatore (formalmente proprietario delle azioni) per poter esercitare tale diritto <sup>(43)</sup>; inoltre, è da sottolineare, il riportatore ha la piena disponibilità ad alienare i titoli ricevuti, essendo infatti obbligato a restituire il *tantundem* (con tutti i rischi che ne conseguono: si pensi, appunto, all'obbligo di restituzione di pacchetti azionari di misura rilevante <sup>(44)</sup>).

Le circostanze appena ricordate provocano quindi seri dubbi sulla plausibilità di radicare in capo al riportato la posizione di controllante, dipendendo infatti l'esercizio del voto dal rispetto di un obbligo assistito da una tutela meramente obbligatoria che è, inoltre, privo di rilevanza organizzativa nell'ambito della società <sup>(45)</sup>.

## 5. Il *leasing* di partecipazioni sociali

La legge annuale per il mercato e la concorrenza del 4 agosto 2017, n. 124 (art. 1, commi 136-138), ha introdotto nel nostro ordinamento una disciplina della locazione finanziaria.

---

<sup>(39)</sup> OLIVIERI, *op. cit.*, p. 683. Dell'idea che un'eventuale serie indefinita di proroghe non influisca sul tipo contrattuale del riporto, RAGUSA MAGGIORE, *op. cit.*, p. 1026; sul punto v. inoltre App. Milano, 1 dicembre 1995, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, II, 564.

<sup>(40)</sup> Patto usualmente sottoscritto nel caso in cui il contratto di riporto venga stipulato in funzione di garanzia riproducendo, con le dovute differenze, la distribuzione del voto prevista in caso di usufrutto delle partecipazioni: così CORRADO, *op. cit.*, p. 471.

<sup>(41)</sup> CORRADO, *op. cit.*, p. 472; COTTINO, *Sub art. 1550*, cit., p. 62; SCIMEMI, *op. cit.*, p. 207 ss.

<sup>(42)</sup> In tal senso RAGUSA MAGGIORE, *op. cit.*, p. 1032.

<sup>(43)</sup> «Il riportatore sarà perciò tenuto a mettere il riportato in condizione di votare» (così COTTINO, *sub art. 1550*, cit., p. 62; BELLI-ROVINI, voce «*Riporto*», in *Dig. IV, Sez. comm.*, XII, Torino, 1996, p. 553; CORRADO, *op. cit.*, pp. 472, 473), nella posizione di suo rappresentante (RAGUSA MAGGIORE, *op. cit.*, p. 1032). Per un caso concreto di "cooperazione" tra riportato e riportatore, cfr. Trib. Milano, 8 febbraio 1988, ove è stato stabilito che, pur in mancanza dell'iscrizione nel libro soci della riserva di voto di cui all'art. 1550, comma 2, c. c., il riportato potrà intervenire in assemblea e votare, qualora la sua legittimazione sia accertata dal presidente dell'assemblea; nel caso di specie, il riportatore aveva rilasciato a favore del riportato il biglietto di ammissione per una determinata assemblea, in *Soc.*, 1988, 821, con commento di AMBROSINI, *ivi*, 824.

<sup>(44)</sup> Se pure, infatti, le parti convenissero nel senso della inalienabilità dei titoli ovvero dell'obbligo di ritrasferimento dei medesimi titoli in origine trasferiti, in ogni caso tale accordo avrebbe un'efficacia limitata alle parti e non sarebbe opponibile alla società: in tal senso, CORRADO, *op. cit.*, p. 471.

<sup>(45)</sup> Per un caso nel quale, pur in presenza nel contratto di riporto della riserva di voto a favore del riportato, è stato rifiutato l'intervento in assemblea di una commissionaria di borsa, per non aver il riportatore provveduto alla comunicazione prevista dall'art. 5 della legge n. 216/1974, si legga PACIELLO, *A proposito di un caso di riporto di titoli azionari con diritto di voto riservato al riportato e legittimazione al voto*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 1982, 147.

Tale contratto viene definito come quel «contratto con il quale la banca o l'intermediario finanziario iscritto nell'albo di cui all'articolo 106 del testo unico di cui al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, si obbliga ad acquistare o a far costruire un bene su scelta e secondo le indicazioni dell'utilizzatore, che ne assume tutti i rischi, anche di perimento, e lo fa mettere a disposizione per un dato tempo verso un determinato corrispettivo che tiene conto del prezzo di acquisto o di costruzione e della durata del contratto. Alla scadenza del contratto l'utilizzatore ha diritto di acquistare la proprietà del bene a un prezzo prestabilito ovvero, in caso di mancato esercizio del diritto, l'obbligo di restituirlo» (art. 1, commi 136-140).

Se il *leasing* di partecipazioni sociali rientri o meno nella fattispecie contrattuale appena ricordata, non si ritiene che influisca sulle conclusioni in tema di controllo oggetto del presente studio. Da un lato, infatti, come avvertito dai primi commentatori <sup>(46)</sup> della novità legislativa, essa disciplina solo una delle forme, tra quelle ampiamente note alla prassi, di contratto di *leasing*, e, d'altro canto, i profili del contratto di locazione finanziaria disciplinati dalla legge n. 124/2017 attengono ai presupposti e agli effetti della risoluzione per inadempimento del contratto mentre nulla è detto, per gli aspetti qui coinvolti, né in merito alle caratteristiche dei beni oggetto del contratto né alle eventuali prerogative da riconoscersi in capo ai contraenti <sup>(47)</sup>.

La stipulazione di un contratto di *leasing* di partecipazioni sociali può essere funzionale a finanziare «acquisizioni di partecipazioni totalitarie o di controllo in società non quotate, aumenti di capitale di società controllate o collegate, acquisizioni di partecipazioni sui mercati regolamentati, e più in generale per sviluppare nuove tecniche di capitalizzazione e di sviluppo delle imprese sociali» <sup>(48)</sup>. A fronte di questa realtà empirica, può dunque porsi il problema di rintracciare il titolare di una posizione di controllo della società le cui partecipazioni siano oggetto di concessione in *leasing*.

In via di principio, non esistono preclusioni a che il concedente/titolare della partecipazione possa considerarsi il soggetto controllante di una società, purché, naturalmente, la misura della partecipazione, sia idonea a integrare l'una o l'altra fattispecie di controllo di cui all'art. 2359 c.c. Anche in tale ipotesi, peraltro, dovrà comunque essere scrutinato il concreto assetto dei poteri e, in particolar modo, l'eventualità di un voto espresso per conto di terzi.

Quanto alla validità di un eventuale accordo con il quale le parti attribuissero il diritto di voto all'utilizzatore, non sussiste, al momento, una soluzione pacifica di tale problema. Invocando il principio di inscindibilità della partecipazione <sup>(49)</sup> nonché l'esigenza di riconoscere

---

<sup>(46)</sup> BONFATTI, *Il leasing è legge*, in *Riv. dir. Banc.*, 2017, 1 ss.; CANDIANI, *Il Legislatore, la Cassazione e il miracolo della moltiplicazione dei leasing finanziari*, in *Corr. giur.*, 2019, 301 ss.; DI ROSA, *La disciplina della locazione finanziaria nella prima legge annuale per il mercato e la concorrenza*, in *Contr.*, 2018, 215 ss.; PATRIARCA, *La nuova disciplina della locazione finanziaria*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, 1120 ss.; SCUDERI, *Il leasing finanziario alla luce della L. n. 124/2017*, in *Contr.*, 2019, 335 ss.

<sup>(47)</sup> La locazione finanziaria, peraltro, costituisce da tempo una delle attività di concessione di finanziamento che possono essere esercitate dagli intermediari iscritti all'albo di cui all'art. 106 TUB (v. infatti art. 2, D. M. 2 aprile 2015, n. 53, sul quale PAOLINI, *Emanati il regolamento ministeriale e le disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari del TUB*, in *CNN Notizie* del 20 maggio 2015).

<sup>(48)</sup> MALTONI, *Il leasing di partecipazioni sociali*, Studio CNN n. 159-2006/I, in *Studi e materiali. Quaderni semestrali*, 2007, par. 1. Sulle possibili finalità del *leasing* di partecipazioni, cfr. inoltre BOLOGNESI, *Leasing azionario: profili di (in)compatibilità con il diritto societario e possibili soluzioni*, in *Contr. impr.*, 2006, 1110 ss.; MORO VISCONTI, DE CANDIA, DE VITO, CORBI, CREA, TALIENTE, in *Il leasing azionario su aziende e marchi*, Roma, 2006, p. 15 ss., 39 ss.

<sup>(49)</sup> Sul quale ANGELICI, *op. cit.*, p. 200 ss.; tale dottrina sottolinea come, se può riconoscersi alle parti la libertà di regolare i reciproci rapporti nel senso di obbligare colui al quale spetta il diritto di voto a delegare la controparte per l'esercizio del voto con riferimento a particolari categorie di deliberazioni, è invece da dubitare che tali eventuali accordi siano rilevanti per l'organizzazione societaria; ne consegue che un eventuale esercizio del diritto di voto, che

con certezza le posizioni organizzative nell'ambito della società<sup>(50)</sup>, condivisibilmente si esclude che tali patti possano attribuire il diritto di voto all'utilizzatore, l'esercizio di tale diritto rimanendo in capo al concedente, titolare formale della partecipazione. Si ritiene, insomma, che il contratto non possa, sotto tale profilo, attribuire rilevanza all'interesse economico sotteso al medesimo, potendosi al più auspicare che, nel medesimo contratto, le parti prevedano un obbligo del concedente di votare, sulle materie ritenute idonee a incidere sull'interesse dell'utilizzatore, secondo le istruzioni di quest'ultimo<sup>(51)</sup>. Potrebbero, forse, essere riproposti in questo ambito alcuni dei temi che sono stati esplorati con riferimento al contratto di vendita di partecipazioni con riserva di proprietà: è stato infatti ritenuto che sarebbe giustificato riconoscere il voto all'acquirente in delibere che non siano pregiudizievoli per il venditore (quali, ad esempio, quelle di rinnovo delle cariche sociali), atteso che una diversa attribuzione del voto non soltanto non sarebbe motivata dal fine di tutelare la "garanzia" del medesimo venditore<sup>(52)</sup>, ma vanificherebbe, inoltre, la funzione del negozio medesimo che è volto a consentire all'acquirente «di entrare subito nella compagine sociale»<sup>(53)</sup>. Tali conclusioni, se si ritiene di aderire alla tesi favorevole all'attribuzione del voto all'utilizzatore, potrebbero estendersi, *mutatis mutandis*, alle posizioni del concedente e dell'utilizzatore in un contratto di *leasing*.

## 6. In conclusione

Volendo compendiare i ricavi conoscitivi del presente studio, in presenza di una clausola statutaria, ad esempio in tema di diritto di prelazione o di cambiamento del controllo di una società-socia, la cui operatività presupponga, a uno o altro titolo, l'accertamento della sussistenza di una posizione di controllo, può dirsi che:

- 1) in via generale, la sussistenza della fattispecie del controllo da partecipazione richiede di verificare non soltanto la misura dei voti disponibili, ma anche la stabilità della posizione del titolare del voto nonché la circostanza che il voto in questione non sia

---

pur non tenga conto del concreto assetto contrattuale disegnato dalle parti, non è in grado di riflettersi sulla validità del voto, e quindi della delibera, potendo al più costituire fondamento di pretese risarcitorie; MALTONI, *op. cit.*, parr. 3, 4.

<sup>(50)</sup> Esigenza soddisfatta in caso di usufrutto e pegno la cui posizione organizzativa risulta infatti tipizzata dal legislatore al fine di attribuire rilevanza agli specifici interessi dei quali sono portatori (così ANGELICI, *op. cit.*, pp. 194-195). In siffatta materia, come è stato sottolineato con riferimento all'usufrutto e al pegno di azioni, nonché con riferimento al rappresentante comune degli azionisti (v. in tal senso, App. Milano, 31 gennaio 2003, in *Giur. Comm.*, 2003, II, 612, con nota di SPIOTTA, *Comproprietà di azioni, invalidità di delibere assembleari, perdita del capitale, finanziamento e diritti dei soci*, ivi, 632), l'autonomia privata trova un limite nell'esigenza, propria del diritto societario, di non intralciare lo svolgimento del procedimento assembleare, il che avverrebbe, ad esempio, qualora la società dovesse ammettere l'intervento, in presenza di un ordine del giorno che contempra due argomenti, di soggetti diversi per l'esercizio del voto relativo alle medesime azioni (SACCHI, *op. cit.*, p. 361 ss.).

<sup>(51)</sup> Così BRIOLINI, sub art. 2352 c.c., cit., p. 608; MALTONI, *op. cit.*, par. 5; conf. VICARI, *Il leasing azionario al confine tra ius commune e le fiducie*, in *Ann. Facoltà Giurisprudenza di Genova*, 2000, p. 172, che esclude, sulla base di un'interpretazione *a contrario* dell'art. 3 R.D. 29 marzo 1942, n. 239, l'iscrizione nel libro soci del diritto dell'utilizzatore; ZANARONE, *op. cit.*, p. 736, nota n. 56. Per la soluzione favorevole, v. ANELLO – RIZZINI BISINELLI, *Il leasing di titoli azionari*, in *Soc.*, 1995, 1535; BOLOGNESI, *op. cit.*, 1098; OTTIERI, *Appunti in tema di leasing di titoli azionari*, in *Not.*, 2014, 3, testo e nota n. 43; cfr. inoltre RESCIO il quale ricava dagli artt. 1550 e 2352 c.c. un generale principio di disponibilità del diritto di voto: come è infatti espressamente previsto in caso di usufrutto, pegno e riporto, sarebbe possibile attribuire convenzionalmente il voto a colui che «vanta, per acquisto preesistente oppure contestuale, la titolarità o l'aspettativa di una situazione giuridica di tipo reale sull'azione cui il diritto di voto inerisce» (*I sindacati di voto*, in *Tratt. Società per azioni*, Torino, 1994, v. 3, t., 1, p. 491).

<sup>(52)</sup> Di questa idea PAOLINI, che ricorda come la funzione di «garanzia» sia resa possibile grazie al «differimento dell'effetto traslativo» (*Vendita con riserva di proprietà di quote di s.r.l.*, Studio CNN n. 99-2012/1, in *Studi e materiali*, 2013, par. 2).

<sup>(53)</sup> Così PAOLINI, *op. cit.*, par. 4, sul presupposto che l'acquirente sia titolare di una "posizione giuridica reale".

esercitato per conto di terzi;

- 2) le medesime condizioni debbono essere verificate anche in capo all'usufruttuario e al creditore pignoratizio di partecipazioni sociali: la titolarità di un diritto reale parziale o di garanzia non esclude infatti di per sé il radicamento di una posizione di controllo che si basa, appunto, sulla disponibilità del voto;
- 3) ancora con riferimento ai diritti di usufrutto e di pegno, l'eventuale attribuzione pattizia del diritto di voto al socio-nudo proprietario o al socio-debitore, consente di ritenere sussistente in capo a questi ultimi, una volta effettuate le verifiche di cui al punto n. 1, una posizione di controllo;
- 4) in caso di contratto di riporto o di *leasing* di partecipazioni sociali non si vedono ostacoli a che il controllo sia rintracciabile nei confronti del riportatore o del concedente, purché, di nuovo, siano sussistenti i connotati generali del controllo;
- 5) l'inopponibilità nei confronti della società, e quindi la sua irrilevanza organizzativa, di un eventuale accordo che attribuisca il diritto di voto al riportato, provoca seri dubbi in merito alla rintracciabilità in capo a tali soggetti di una posizione di controllo;
- 6) per chi ritenesse (soluzione non pacifica) che all'utilizzatore, in un contratto di *leasing* di partecipazioni, possa essere attribuito il diritto di voto, allora si potrebbe concludere nel senso di riconoscere anche a tale parte del contratto, ove dotato di una stabile e numericamente sufficiente disponibilità di voti, la qualifica di controllante.

*Maura Garcea*