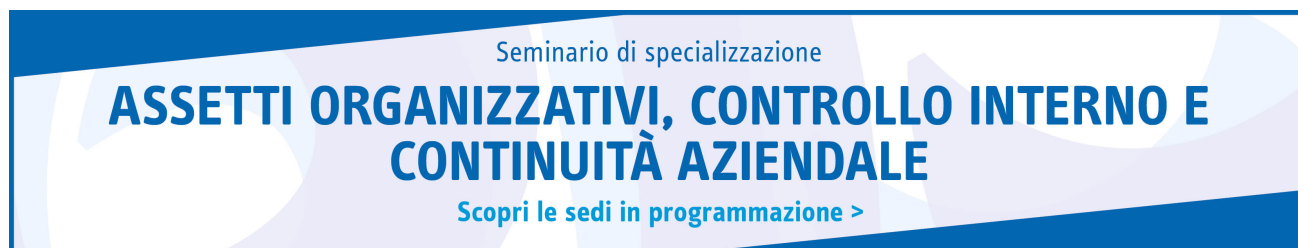


## DIRITTO SOCIETARIO

---

### ***Legittima la clausola “anti-diluizione” della partecipazione al capitale***

di Fabio Landuzzi



Seminario di specializzazione  
**ASSETTI ORGANIZZATIVI, CONTROLLO INTERNO E  
CONTINUITÀ AZIENDALE**  
Scopri le sedi in programmazione >

La **Massima 186**, recentemente pubblicata dal **Notariato di Milano**, si esprime a favore della **legittimità delle clausole** statutarie – tanto nel caso di Spa quanto di Srl – volte a “**proteggere**” **uno o più soci**, di norma di minoranza, dal **rischio di diluizione** della propria **partecipazione al capitale sociale** della società in presenza di successivi **aumenti a pagamento**, anche in caso di mancato esercizio da parte loro del **diritto di opzione** o di sottoscrizione e, quindi, in estremo, anche in assenza da parte del socio “protetto” di qualsivoglia **conferimento ulteriore al capitale**.

Dal punto di vista tecnico, si tratta di clausole che, oltre a poter essere poste in **patti parasociali** sottoscritti dai soci, la citata Massima ritiene del tutto legittime anche ove inserite direttamente nello **statuto della società** partecipata, il cui contenuto si sostanzia nella previsione dell'obbligo, in caso di futuri aumenti di capitale sociale a pagamento, di **assegnare gratuitamente un determinato numero di azioni o di quote** di nuova emissione **a determinati soci** (o titolari di categorie di azioni/quote); la circostanza si innesca, secondo la fattispecie che forma oggetto della Massima in commento, quando l'aumento di capitale avviene ad **un prezzo inferiore a quello stabilito nella clausola** stessa, e ha lo scopo di **evitare la diluizione del valore delle azioni o delle quote** di quel socio che non partecipa all'aumento.

Resta in ogni caso necessario rispettare la condizione per cui **l'ammontare totale dei conferimenti** effettuati dai soci sottoscrittori, diversi da quelli “protetti” e non partecipanti all'aumento, sia **almeno pari all'ammontare dell'aumento di capitale effettivamente sottoscritto**; tale principio vale infatti in ogni caso di **assegnazione non proporzionale** di azioni o di quote (ex [articoli 2346, comma 4, e 2468, comma 2, cod. civ.](#)).

Dal punto di vista civilistico, questa **clausola anti-diluizione** che si realizza, nel concreto, nel diritto a vedersi assegnate gratuitamente **partecipazioni di nuova emissione** senza effettuare

nuovi apporti al capitale, in misura idonea a determinare l'effetto anti-diluitivo desiderato, si può rappresentare nella **forma di un "diritto diverso"** che contraddistingue, non necessariamente da sola, **una determinata "categoria" di azioni o di quote** (ex [articoli 2348 cod. civ.](#) o [26, comma 2, D.L. 179/2012](#)), come pure in un **"diritto particolare"** di cui all'[articolo 2468, comma 3, cod. civ.](#).

La Massima è interessante anche in quanto prende posizione a favore della **tesi "permissiva"** rispetto al tema della **legittimità dell'assegnazione di partecipazioni** al capitale a favore di **soggetti che non versano alcuna somma** nelle casse sociali, neppure simbolica; infatti, se è vero che la non proporzionalità dei diritti partecipativi non è in discussione sotto il profilo della sua legittimità civilistica, **non è del tutto pacifico** che ciò possa avvenire anche **in assenza totale di conferimenti** del socio beneficiato.

Le ragioni per cui **la tesi favorevole è preferibile**, e condivisa dal Notariato milanese, sono diverse:

- in primo luogo, si tratta in ogni caso di **una questione che attiene i rapporti fra i soci**, che non ha quindi effetti sugli interessi dei terzi;
- non si tratta, ad onor del vero, di una fattispecie del tutto nuova e non conosciuta dal codice civile, come testimonia [l'articolo 2349 cod. civ.](#), in tema di **assegnazione gratuita di azioni ai dipendenti**;
- non si produce una violazione del **divieto di patto leonino**, perché, in ogni caso, il socio beneficiato è **esposto all'alea della perdita** in misura proporzionale alla sua partecipazione;
- la richiesta di un conferimento, anche di importo minimo, sarebbe comunque esposta alla critica di **individuare un valore minimo difficilmente oggettivabile**;
- infine, non vi sono norme in concreto ostative di una simile fattispecie.

La Massima è quindi di aiuto pratico professionale nelle circostanze in cui si abbia la necessità di tutelare la posizione, di norma del **socio di minoranza**, rispetto al **rischio di diluizione** della sua partecipazione in caso di aumento del capitale sociale, e quindi di **riduzione indiretta del valore del suo investimento**.

Inoltre, regolando la "protezione" anti-diluizione in funzione di una soglia di prezzo di emissione delle nuove azioni o quote, si riesce anche a contemperare questa esigenza della minoranza, con l'altrettanto **legittima esigenza dei soci di maggioranza** e più in generale della società ad essere aperti ad aumenti di capitale volti allo sviluppo dell'impresa comune.