

Luiss

Libera Università
Internazionale
degli Studi Sociali
Guido Carli

CERADI

Centro di ricerca per il diritto d'impresa

La disciplina del pegno su azioni secondo la prassi giurisprudenziale

Niccolò A. Bruno

Giugno 2001

© Luiss Guido Carli. La riproduzione è autorizzata con indicazione della fonte o come altrimenti specificato. Qualora sia richiesta un'autorizzazione preliminare per la riproduzione o l'impiego di informazioni testuali e multimediali, tale autorizzazione annulla e sostituisce quella generale di cui sopra, indicando esplicitamente ogni altra restrizione

<u>1. PREMESSA</u>	2
<u>2. 1.- LE MODALITÀ DI COSTITUZIONE DEL PEGNO: A) SULLE AZIONI CARTOLARIZZATE.</u>	6
<u>2.2 SEGUE: B) SULLE AZIONI DEMATERIALIZZATE</u>	16
<u>3.- L'ESERCIZIO DEI DIRITTI SOCIALI NEL CASO DI PEGNO SU AZIONI: A) IL DIRITTO DI VOTO.</u>	21
<u>3.2- SEGUE: B) IL DIRITTO D'IMPUGNATIVA DELLE DELIBERAZIONI ASSEMBLEARI.</u>	28
<u>3.3. - SEGUE: C) I DIRITTI STRUMENTALI AL VOTO.</u>	35
<u>3.4.- SEGUE: D) IL DIRITTO DI DENUNCIA AL COLLEGIO SINDACALE E AL TRIBUNALE.</u>	40
<u>3.5.- SEGUE: E) IL DIRITTO DI RECESSO</u>	45
<u>3.6.- SEGUE: F) IL DIRITTO DI OPZIONE</u>	46
<u>3.7. - SEGUE: G) IL DIRITTO AGLI UTILI</u>	48

1. Premessa

La fattispecie del pegno su azioni delle società di capitali risulta essere, dall'esame della prassi, molto diffusa ed importante. Essa, infatti, viene utilizzata in svariate ipotesi: dal socio, al fine di ottenere più facilmente un mutuo o per rafforzare la fiducia dei propri creditori; dagli istituti di credito per concedere finanziamenti alla società emittente; da parte dei creditori della società al fine di "ritardare" la richiesta dello stato d'insolvenza ⁽¹⁾.

⁽¹⁾ Nel caso degli istituti di credito, per esempio, la frequente richiesta della costituzione di una garanzia reale sulle azioni risulta fondata dall'esigenza di assicurarsi uno strumento ritenuto generalmente idoneo a rafforzare la certezza del recupero dei finanziamenti concessi. Per una rassegna di alcuni importanti casi di utilizzazione del pegno da parte degli istituti di credito nella realizzazione di complesse operazioni societarie: cfr. BONELLI, *Nuove esperienze nella soluzione stragiudiziale della crisi delle imprese*, in *Giur. comm.*, 1997, I, 488; CARBONETTI, *Acquisto del pegno sulle proprie azioni per effetto di fusione*, in *Riv. soc.*, 1995, 575.

Dall'esame della prassi risulta con facilità che ogni qual volta si verifica una situazione di crisi, o anche di mera incertezza dei risultati economici dell'impresa, i creditori, quali che siano, tendono a tutelarsi attraverso due ordini di strumenti.

Il primo, di carattere preliminare alla concessione del finanziamento, si caratterizza per un'analisi economica preventiva sia del soggetto richiedente il prestito sia del merito del credito e dell'affidabilità e serietà del progetto industriale. Il secondo, si concretizza attraverso il condizionamento dell'operazione di finanziamento all'acquisizione di idonee garanzie (reali e/o personali) volte ad assicurare l'attività di recupero del credito.

Gli strumenti per far ciò possono essere vari: fideiussioni personali, ipoteche volontarie, garanzie costituite su crediti oltre che, naturalmente, il pegno su azioni o quote di società di capitali ⁽²⁾.

La notevole eterogeneità delle ipotesi in cui il pegno su azioni viene ad essere costituito rende evidente l'importanza che tale istituto assume e le ragioni che inducono ad esaminarne la disciplina e le problematiche che nella prassi, con maggiore frequenza, si sono verificate. In particolare bisogna tener presente che quando il "pacchetto" di azioni dato in pegno è di entità rilevante, il creditore risulta in grado di assicurarsi la possibilità di vigilare, se non addirittura di interferire, nella gestione della società debitrice. Conseguenza allora che l'individuazione della disciplina applicabile a tale fattispecie, data l'estrema sinteticità del dato normativo (art. 2352), è la risultante dei diversi rapporti giuridici che vengono in rilievo: quello societario e quello pignoratorio.

In particolare, le maggiori difficoltà derivano dall'esigenza di conciliare interessi diversi, quali quello alla gestione della società e al suo sviluppo, di cui è titolare il socio debitore, e quello alla tutela e conservazione del valore della garanzia, di cui risulta titolare il creditore, entrambi meritevoli di tutela ed espressione di situazioni giuridiche legislativamente riconosciute.

L'orientamento che risulta attualmente dominante, in dottrina e giurisprudenza, è quello che tende a considerare prevalenti le ragioni del

⁽²⁾ La frequenza di tale ultima forma di garanzia è dovuta anche alla circostanza che essa costituisce una modalità per acquisire garanzie reali realizzando un notevole risparmio d'imposta. Ed infatti, soprattutto nell'ipotesi di enti societari titolari di un consistente patrimonio immobiliare, il pegno su azioni rappresenta una valida alternativa all'ipoteca dato che esso permette di ottenere un privilegio, sia pure mediato, sul cespite immobiliare senza comportare il pagamento dell'imposta ipotecaria.

titolare della garanzia: ciò avviene attraverso il riconoscimento della legittimazione all'esercizio di numerosi diritti sociali (dal diritto d'impugnazione a quello di denuncia al tribunale), con la convinzione che solo così il creditore pignoratizio riuscirà ad assicurarsi l'effettività della propria garanzia ⁽³⁾.

L'essenza del pegno avente ad oggetto le azioni o quote di società di capitali, infatti, risiede proprio in questo: nel consentire al creditore pignoratizio di poter direttamente incidere sulla vita della società e quindi vigilare sull'integrità e sulla capienza del patrimonio sociale.

In conclusione, quindi, la rassegna delle soluzioni che la giurisprudenza ha fornito, nell'esaminare le questioni sorte fra i soggetti del rapporto obbligatorio, risulta di particolare interesse non solo per l'interprete, ma anche per i soggetti più direttamente coinvolti nella realizzazione di tale operazione.

⁽³⁾ Non manca peraltro che risulta piuttosto scettico sull'effettività della garanzia che il pegno su azioni è in grado di assicurare al suo titolare. In particolare, FAZZALARI-CALISSE, *Il pegno su quote di società: un simulacro di garanzia reale*, in *Dir. fall.*, 1998, I, 338, evidenziano come l'aleatorietà di tale garanzia risulta dalle numerose difficoltà di carattere tecnico, giuridico ed economico che il creditore è destinato ad incontrare nel caso in cui sia costretto a rivalersi sulle azioni. In primo luogo, infatti, "mentre una garanzia reale sull'immobile ha prelazione sul valore attivo totale dello stesso, il pegno ha prelazione sul valore delle quote che, come detto, è dato dal valore del patrimonio netto della società, potendo quindi influire sul ricavato finale del creditore munito della garanzia. Il creditore ipotecario avrà sempre un privilegio diretto sul cespite immobiliare, mentre il creditore pignoratizio dovrà necessariamente subire la falcidia dell'intera situazione debitoria e passiva della società".

In secondo luogo, poi, "per poter soddisfare in via giudiziale il proprio diritto, il creditore dovrà in ogni caso seguire il lungo *iter* previsto per la vendita coattiva in sede di esecuzione mobiliare: notifica del precetto, instaurazione della procedura esecutiva, fissazione dell'udienza di vendita seguita da eventuali (probabili) ulteriori udienze in caso in cui non si riesca a chiudere la vendita subito, assegnazione al creditore delle somme incassate. E' evidente che le lungaggini burocratiche che ormai caratterizzano presso tutti i tribunali le esecuzioni costituiscono un enorme limitazione alla effettiva tutela del credito".

2. 1.- Le modalità di costituzione del pegno: A) sulle azioni cartolarizzate.

Nello studio della disciplina del pegno su azioni questione di preliminare importanza è quella relativa alle modalità della sua costituzione. Tale argomento, infatti, risulta punto di incontro sia della disciplina “comune” del diritto di pegno, sia di quella derivante dalla peculiarità dell’oggetto dato in garanzia: i certificati rappresentativi della partecipazione in una società di capitali.

Di recente poi, a seguito della c.d. dematerializzazione degli strumenti finanziari negoziati o destinati alla negoziazione sui mercati regolamentati e della conseguente scomparsa della *chartula* (D.lgs. n. 213/98), il legislatore ha dettato delle disposizioni specifiche circa le modalità di costituzione dei vincoli sulle azioni non rappresentate da un supporto cartaceo ⁽⁴⁾. In considerazione di tutto ciò è allora possibile individuare due diversi regimi di costituzione del pegno su azioni a seconda che oggetto della garanzia reale siano dei titoli azionari in regime di cartolarizzazione (azioni di società non quotate), oppure in regime di dematerializzazione (azioni di società quotate).

Per quanto riguarda le modalità di costituzione del pegno sulle azioni di società non quotate è necessario distinguere, in via preliminare, a seconda che le azioni siano state emesse oppure no. E’ infatti necessario ricordare come la società, ove ritenga di avvalersi della facoltà prevista dall’art. 5 del R.d. 25 marzo 1942, n. 239, può, con una deliberazione dell’assemblea straordinaria, decidere di non distribuire i certificati azionari ai soci. In tale ipotesi, peraltro

⁽⁴⁾ Per la disciplina della costituzione del pegno su azioni dematerializzate vd. *infra* par. 2.2.

L’elencazione, non tassativa, degli strumenti finanziari è contenuta nell’art. 1 del D.lgs. n. 58/98 che menziona fra l’altro: “a) le azioni e gli altri titoli rappresentativi di capitale di rischio negoziabili sul mercato dei capitali;

b) le obbligazioni, i titoli di Stato e gli altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali”.

decisamente rara nella prassi societaria, la costituzione del pegno avverrà mediante la sola annotazione del vincolo nel libro soci (art. 5, cit.) ⁽⁵⁾.

Più complessa è, invece, la disciplina della costituzione della garanzia reale nel caso in cui siano emessi i certificati azionari. Questa risulta, infatti, dal combinato disposto di una serie di norme contenute sia nella legislazione speciale (R.D. 29 marzo 1942, n. 239, art. 3) che specifica quella dettata negli artt. 1997, 2024 e 2026 relativamente alla costituzione dei vincoli su i titoli nominativi, sia in quella ordinaria relativamente alla disciplina del pegno su i beni mobili (artt. 2786–2799), applicabile in quanto compatibile ⁽⁶⁾.

Per effetto di tali disposizioni risulta che il pegno su azioni nominative può essere costituito con due modalità: mediante duplice annotazione del vincolo sul titolo e sul registro dell'emittente; mediante girata delle azioni in garanzia (o formula equivalente), unita alla consegna dei titoli e all'annotazione nel libro soci.

⁽⁵⁾ E' interessante notare come tale disposizione deroghi sia alla disciplina codicistica sia a quella contenuta nell'art. 3 R.d. n. 239/42 che richiedono, per la costituzione del vincolo, l'annotazione sul titolo (MINERVINI, *Sistema Monte titoli e pegno di titoli di credito*, in Banca borsa, tit. cred., 1990, I, 145).

Essa costituisce un importante precedente, forse dimenticato, dell'attuale disciplina dei titoli azionari dematerializzati in quanto ha introdotto il principio per il quale il pegno si costituisce mediante semplice registrazione nel registro della società senza la consegna dei titoli o dei certificati sostitutivi.

⁽⁶⁾ Ad una prima lettura del dato normativo (disciplina generale del pegno: artt. 2784-2807; disciplina del pegno su i titoli di credito: art. 1997; disciplina del pegno su i titoli nominativi: artt. 2024-2026; disciplina speciale: Rd. n. 239/1942, artt. 3-5), l'individuazione delle modalità di costituzione del pegno su azioni di società non quotate può non risultare facile. Per far ciò è, in primo luogo, necessario stabilire quale sia la natura del bene che, in caso di azioni, costituisce l'oggetto del pegno. Secondo l'orientamento consolidato si tratta di un pegno su una *res corporalis* e quindi trovano applicazione le disposizioni in tema di pegno su beni mobili e non invece la disciplina del pegno di crediti e di altri diritti (artt. 2800 ss.): cfr. ASQUINI, *Titoli di credito*, Padova, 1966, 135; GASPERONI, *Modalità di costituzione del pegno sui titoli azionari nominativi*, in Banca borsa, tit. cred., 1951, II, 311; GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, Padova, 1993, II, 398; MINERVINI, *Sistema Monte titoli e pegno di titoli di credito*, in Banca borsa, tit. cred., 1990, I, 145 che ha affermato come ciò "è conforme alla nostra tradizione giuridica, che applica alla circolazione dei titoli di credito i principi riguardanti la circolazione di beni mobili, a seguito della c.d. incorporazione".

In secondo luogo, il concorso di norme deve essere risolto in base al principio interpretativo *lex specialis derogat generali* espressamente riconosciuto sia dall'art. 2001 sia dall'art. 2785. Sulla base di tali disposizioni, infatti, il legislatore ha dettato la normativa speciale contenuta nel Rd. n. 239/1942 che disciplina le modalità di costituzione del pegno sia nel caso di emissione delle azioni (art. 3), sia nel caso di loro mancata emissione (art. 5).

Più precisamente, in relazione alla prima modalità di costituzione, risultano necessarie oltre alla duplice annotazione del vincolo anche le “forme” di diritto comune della consegna (art. 2786) e della scrittura privata con data certa (art. 2787).

Quanto al primo dei requisiti “ordinari”, questo discende dalla natura stessa del contratto di pegno per la quale le modalità di legittimazione formale sono elementi integrativi e non sostitutivi dello spossessamento del bene oggetto della garanzia ⁽⁷⁾.

Quanto al secondo, la giurisprudenza è consolidata nel ritenere necessaria, non solo ai fini della costituzione della garanzia reale, ma anche per l'efficace esercizio della prelazione da parte del creditore, la scrittura con data certa prevista nel 3° comma dell'art. 2787 non risultando questa fungibile con l'annotazione del vincolo sul titolo e nel libro soci (App. Milano, 19 luglio 1988, Banca pop. Ponti c. Fall. Siderurgica Duina, in *Banca borsa, tit. cred.*, 1989, II, 325; Cass. 25 novembre 1992, n. 12537, Fall. General Foto c. Banca pop. Milano, in *Mass.*, 1992; Cass. 1 agosto 1996, n. 6969, Sala c. Cassa risp. Prato, in *Giust. civ.*, 1996, I, 3211; Cass. 28 maggio 1998, n. 5264, Banca Monte Paschi

⁽⁷⁾ La necessità della consegna al creditore pignoratorio dei titoli azionari, sia nell'ipotesi della duplice annotazione sia nel caso di girata in garanzia è opinione assolutamente prevalente: cfr. VIVANTE, *Trasferimento, pegno, girata delle azioni nominative*, in *Foro it.*, 1936, I, 327; ASQUINI, *Titoli di credito*, Padova, 1966, 135; LIBERTINI, *Osservazioni sul valore giuridico del trasfert nella circolazione delle azioni di società*, in *Riv. soc.*, 1966, 840. Più di recente CHIOMENTI, *Una prassi di trasferimento di titoli azionari girati “in garanzia” (e considerazioni sul pegno di azioni nominative)*, in *Riv. dir. Comm.*, 1994, I, 747, fa notare inoltre come se “l'annotazione del pegno nel registro dell'emittente e sul titolo fosse considerato dalla legge elemento sufficiente e determinante per la costituzione del pegno, anche senza la consegna del titolo, analogamente a un'ipoteca mobiliare, dovrebbe postularsi analoga formalità per l'estinzione del vincolo: ma ciò la legge non chiede in genere per i vincoli su i titoli di credito nominativi”.

In dottrina non è mancato peraltro chi ha sostenuto che il diritto di pegno sul titolo azionario nominativo possa esser costituito senza spossessamento del debitore. A sostegno di tale impostazione, diverse argomentazioni: in primo luogo, la prevalenza della norme speciale (art. 3) su quella generale (art. 2786), che prevede la consegna solo nel caso di costituzione del pegno mediante girata; in secondo luogo, la duplice annotazione del vincolo sostituisce la funzione pubblicitaria dello spossessamento; infine la non necessarietà della consegna permette, in caso di apposita convenzione, un più facile esercizio dei diritti sociali al socio debitore. Cfr. GORLA, *Del Pegno e delle ipoteche*, in Commentario al Codice Civile a cura di Scialoja-Branca, Roma-Bologna, 1966, 39; RUBINO, *La responsabilità patrimoniale. Il pegno*, in Trattato di dir. civ. diretto da Vassalli, Torino, 1949, vol. XIV, 234; FOSCHINI, *In tema di pegno di titoli di credito*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 1965, I, 169; GABRIELLI, *Il pegno anomalo*, Padova, 1990, 128.

c. Fall.to Giugni, in *Dir. fall.* 1999, II, 484) ⁽⁸⁾. In particolare, i requisiti indicati nell'art. 2787 (forma scritta dell'atto, certezza della data della scrittura, determinatezza o determinabilità del credito e del bene oggetto del pegno), sono richiesti dalla giurisprudenza prevalente al fine di evitare possibili comportamenti fraudolenti del debitore e del creditore pignoratizio che potrebbero sostituire la *res* originariamente data in garanzia con altra di maggior valore in danno della massa dei creditori ⁽⁹⁾.

Per quanto riguarda la seconda modalità di costituzione del pegno sulle azioni nominative, questa richiede oltre alla girata in garanzia (o formula equivalente), anche la consegna dei titoli al creditore pignoratizio (artt. 3, 2° comma, e 14 R.d. n. 239/1942) e la scrittura privata ai sensi dell'art. 2787 ⁽¹⁰⁾. In questo caso, peraltro, l'annotazione del vincolo nel registro dell'emittente prevista dalla normativa speciale non è elemento costitutivo della garanzia ma solo condizione indispensabile per la sua opponibilità alla società ⁽¹¹⁾.

⁽⁸⁾ In passato, nello stesso senso: Cass. 17 maggio 1962, n. 1110 Soc. Simer c. Valentini, in *Giust. Civ.*, 1962, II, 1869; Trib. Milano, 28 ottobre 1976, Finanziaria Ambrosiana s.p.a. c. Fall. Santambrogio, in *Giur. Comm.*, 1977, 495.

⁽⁹⁾ Cfr. anche: Trib. Bologna, 3 dicembre 1996, Efibanca c. Fall. Sofinpa s.p.a., in Banca borsa tit. cred., 1997, II, 315; Trib. Rovigo, 4 febbraio 1997, Fall. Alimenta s.r.l. c. Banca del Monte di Rovigo s.p.a., in Banca bora tit. cred., 1998, II, 578; Cass. 12 luglio 1991, n. 7794, Banca Agricola Mantovana c. Fall. Caseria Geronomi, in Fallimento, 1992, 27.

In tal senso anche: GORLA, *Del pegno*, cit., 39; STOLFI, *Scrittura con data certa e costituzione di pegno*, in Banca borsa, tit. cred., 1951, II, 128; GABRIELLI, *I negozi costitutivi di garanzie reali*, in Banca borsa, tit. cred., 1996, I, 149. In particolare, PARTESOTTI, *Usufrutto e pegno di azioni*, in Trattato delle società per azioni, Utet, 1994, 310, ricorda come l'osservanza delle formalità cartolari (ex art. 3) non sia sufficiente ad assolvere alla funzione della scrittura privata ex art. 2787, 3° comma (che è quella della nascita, in favore del creditore del diritto di prelazione), in quanto "se pur risulta la data certa attraverso l'autenticazione della girata, o anche in base alla certificazione dell'identità e della capacità di disporre di chi richiede l'annotazione del vincolo (artt. 3, 14 R.d. n. 239 /42), manca evidentemente una scrittura (di data certa) contenente una "sufficiente indicazione del credito" garantito, che, ricordiamo, potrebbe essere anche solo eventuale, dovendosi allora indicare il rapporto-fonte (in tal senso anche: Trib. Milano, 11 luglio 1985, in Banca borsa, tit. cred., 1986, II, 303).

⁽¹⁰⁾ In particolare: Trib. Milano, 13 aprile 1978, Fall. Santambrogio c. Finanziaria Ambrosiana s.p.a., in Gur. Mer., 1980, 316 afferma che la modalità della sola consegna "non può dare origine alla prelazione nei confronti dei terzi, che sussiste, per il disposto dell'art. 2787 comma 3, solo quando il pegno risulti da una scrittura con data certa, la quale contenga sufficiente indicazione del credito e della cosa (né è possibile – in fatto – desumere tali indicazioni dalla girata in garanzia apposta sul titolo)".

⁽¹¹⁾ Il testo di legge stabilisce che "Il pegno dei titoli azionari può essere costituito anche mediante consegna del titolo, girato con la clausola "in garanzia" od altra equivalente. Di

L'osservanza delle modalità descritte rende la costituzione della garanzia valida ed efficace sia fra le parti sia rispetto ai terzi (ed in particolare rispetto alla società emittente) oltre che produttiva dei suoi effetti tipici.

La questione che dall'esame della giurisprudenza e della dottrina, risulta essersi posta con maggior frequenza all'attenzione degli operatori, è stata quella della necessaria osservanza delle modalità di costituzione "speciali" (ex art. 3 R.d. n. 239/42) affinché il pegno sia non solo regolarmente costituito ma anche produttivo, fra le parti, dei suoi effetti tipici ⁽¹²⁾.

L'opinione della giurisprudenza prevalente è consolidata nel ritenere che l'osservanza delle sole forme di diritto comune (scrittura privata e consegna dei titoli), renda la costituzione del pegno valida solo nei rapporti interni dando luogo, pertanto, ad una garanzia atipica che non attribuisce al creditore né il diritto di prelazione (art. 2787), né lo *ius distrahendi* (artt. 2796-2797) (App. Firenze, 22 maggio 1950, Lazzareschi c. Banco di Roma, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1951, II, 309; App. Milano, 23 maggio 1967, Mariotti c. Ferrari, in *Banca borsa, tit. cred.* 1967, II, 556; Cass. 2 marzo 1978, n. 1052, Soc. Weisscredit c. Soc. Ankerfarm ed altri, in *Foro it.* 1978, I, 834; App. Milano, 19

fronte alla società emittente il pegno non produce effetto che in seguito all'annotazione nel libro dei soci, da eseguirsi dalla società immediatamente" (2° comma, art. 3).

Conformi: MINERVINI cit., 150; GASPERONI, cit. 314.

⁽¹²⁾ Tale problematica discende dalla pluralità di fonti che disciplinano la costituzione del pegno su azioni ed in particolare dalla necessità o meno di un coordinamento fra l'art. 3, R.d. n. 239/1942 e l'art. 2024 cod. civ.. Dal tenore letterale del primo, infatti, per il quale "i vincoli sui titoli azionari si costituiscono mediante annotazione a cura della società emittente, sul titolo e nel libro dei soci" sembra discendere l'efficacia costitutiva della duplice annotazione.

La lettura invece, dell'art. 2024 sembrerebbe consentire una diversa considerazione dato che si stabilisce che per i vincoli sui titoli nominativi, la doppia annotazione è richiesta soltanto per rendere il vincolo efficace ed opponibile nei confronti dell'emittente e dei terzi.

Secondo l'orientamento in dottrina prevalente, in assenza della duplice annotazione o della girata in garanzia, il pegno non è valido neanche *inter partes*. VIVANTE, *Trasferimento, pegno, girata delle azioni nominative*, in *Foro it.*, 1936, I, 327; DE LUCA, *In tema di pegno di titoli azionari*, in *Giur. comm.* 1975, I, 59 che ritiene inaccettabile la distinzione fra costituzione del pegno *inter partes* (per la quale sarebbe sufficiente la semplice *traditio* ai sensi dell'art. 2786) ed *erga omnes* (per la quale occorrerebbe anche l'annotazione nel registro dell'emittente) in quanto "non tiene conto del disposto dell'art. 2785, laddove espressamente il legislatore stabilisce che le norme dettate dal libro VI, titolo III, capo III non derogano a leggi speciali concernenti casi e forme particolari di costituzione di pegno"; ANGELICI, *Pegno e usufrutto di azioni*, in *Commentario al cod. civ.* diretto da Schelesinger, 1992, 220, che sostiene come il pegno sulle azioni si costituisce validamente, anche fra le parti, non solo con la consegna materiale dei titoli ma anche con le annotazioni sul certificato e sul libro dei soci.

luglio 1988, Banca Popolare Cesare Ponti s.p.a. c. Fall. Siderurgica Duina, in *Banca, borsa, tit. cred.* 1989, II, 325) ⁽¹³⁾.

Di recente, Cass. 23 luglio 1996, n. 6596 Cassa di risp. Perugia c. Banca pop. Etruria e Lazio, in *Foro it.*, 1997, I, 1227, sebbene in via meramente incidentale, dato che la questione dell'efficacia *inter partes* del pegno non costituiva il *thema decidendum*, ha affermato che il pegno di titoli azionari “*non ha effetto nei confronti della società emittente, se non in seguito all'annotazione nel libro dei soci: e ciò non soltanto per l'esercizio dei diritti sociali, ma per l'effettiva disponibilità del titolo azionario, comportante l'esercizio del diritto di credito rappresentato dal titolo stesso*” con ciò implicitamente riconoscendone la mera efficacia *inter partes* ⁽¹⁴⁾.

In particolare, la Cassazione ha respinto l'argomentazione formulata dalla ricorrente per la quale la corretta interpretazione dell'art. 3 R.d. n. 239/1942 dovrebbe portare a riconoscere che l'annotazione nel libro soci condiziona soltanto l'esercizio dei diritti sociali da parte del creditore pignoratizio ma non invece il diritto di credito vantato nei confronti della società emittente e trasferito con la costituzione del pegno secondo le forme comuni (girata in garanzia e consegna del titolo). Tale impostazione è stata respinta con fermezza sulla base del dato normativo contenuto nell'art. 3, 2° comma, che conferma, per i titoli azionari nominativi, quanto in generale previsto dall'art. 2024 ai fini dell'efficacia del vincolo nei confronti dell'emittente e dei terzi ⁽¹⁵⁾.

⁽¹³⁾ In dottrina: MESSINEO, *I titoli di credito*, Padova, 1933, II, 291, nota 5. Più di recente JAEGER – SAVI, *Appunti in tema di pegno e privilegio del commissionario di borsa su azioni del committente* in *Giur. comm.* 1975, I, 528 secondo cui a fondamento dell'irrelevanza delle formalità previste nell'art. 3, ai fini della validità del vincolo *inter partes*, vengono invocati i principi che disciplinano la circolazione dei titoli di credito. Da questi, che riconoscono la natura di *res* ai titoli di credito, risulta come ogni qual volta vi sia una questione di circolazione o di costituzione sul titolo di diritti (di garanzia o di godimento), questa deve essere risolta sulla base del principio consensualistico (art. 1376) o delle regole generali stabilite per la costituzione dello specifico diritto. Di conseguenza, nel caso del pegno su titoli azionari “per stabilire se vi sia stata o non vi sia stata costituzione di un diritto di pegno occorre rifarsi all'art. 2786 che, data la natura reale del contratto di pegno, richiede l'integrazione del consenso con la consegna della cosa al creditore (ma non solo con questa)”.

⁽¹⁴⁾ Nel caso di specie, la procedura di vendita forzata delle azioni, era stata bloccata dalla società emittente dato che, in assenza dell'annotazione del vincolo nei propri registri, essa aveva proceduto, previa compensazione del loro valore con l'importo del maggior credito vantato nei confronti del socio debitore, all'annullamento delle azioni.

⁽¹⁵⁾ I giudici di legittimità sottolineano come l'efficacia del pegno nei confronti della società emittente, non possa argomentarsi sulla base della mera consegna (art. 2786), in quanto rispetto a tale modalità di costituzione, prevale quella indicata nell'art. 3 R.d. n. 239/42.

Dal riconoscimento dalla mera efficacia *inter partes* della garanzia (e dalla conseguente irrilevanza rispetto ai terzi e alla società emittente), discende allora la questione degli effetti giuridici che questa “forma” di pegno è destinata comunque a produrre ⁽¹⁶⁾. A tal proposito la giurisprudenza edita non è numerosa. Ed infatti su tale problematica si è pronunciata espressamente solo Cass. 2 marzo 1978, n. 1052, Soc. Weisscredit c. Soc. Ankerfarm ed altri, in *Foro it.* 1978, I, 834 ⁽¹⁷⁾, la quale, confermando la tesi secondo la quale il pegno costituito con la sola osservanza delle forme di diritto comune produce i suoi effetti solo tra le parti, ha riconosciuto a tale modalità di garanzia “la forma del diritto di ritenzione senza attribuire alla parte creditrice né la prelazione vera e

⁽¹⁶⁾ In dottrina: GORLA - ZANELLI, *Pegno, Ipoteche*, in Commentario cod. civ., Scialoja-Branca, Roma-Bologna, 1992, 51 ove si afferma che il creditore risulti titolare di un mero diritto di ritenzione che gli attribuisce la possibilità di percepire anche i frutti annuali ove i titoli azionari non siano nominativi.

Di contrario avviso DE LUCA, *In tema di pegno di titoli azionari*, cit., non solo in quanto il diritto di ritenzione per il suo carattere di rimedio eccezionale può essere applicato nei soli casi espressamente previsti dalla legge, ma anche in quanto, nella situazione considerata, mancano i presupposti per l'esistenza di tale diritto. GASPERONI, cit., 315, evidenzia gli effetti estremamente limitati che discendono da un pegno su azioni costituito senza l'osservanza della duplice annotazione sul titolo e nel registro dell'emittente. Tali formalità costituiscono infatti “condizioni essenziali per l'acquisto della legittimazione (sia pure meno piena dato il diritto più limitato del creditore pignoratizio) e quindi per la possibilità d'esercizio dei diritti inerenti alle azioni; è solo con la certificazione documentale dell'impossessamento, e cioè con l'annotazione del pegno sul titolo e nel registro, che è attribuita la legittimazione al creditore pignoratizio. Se il creditore pignoratizio, invece, è privo della legittimazione non potrà esercitare alcuno dei diritti inerenti al titolo azionario e, quindi, sostanzialmente, la garanzia concessagli si ridurrà per lui a ben poca cosa e rappresenterà, più che altro, un mezzo per premere sul debitore e costringerlo a soddisfare l'obbligazione”.

Tesi particolare è sostenuta da PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni, Usufrutto e pegno di azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo-Portale, Torino, 1991, 310, secondo il quale dall'analisi del caso concreto, non potrebbe escludersi che la fattispecie possa qualificarsi come “contratto definitivo di pegno in formazione”.

⁽¹⁷⁾ Il pegno, nel caso di specie, era stato costituito su dei certificati azionari provvisori mediante la consegna e la scrittura privata, senza però anche la duplice annotazione del vincolo sul titolo e sul libro dei soci.

I giudici di legittimità, sottolinearono allora come, in mancanza di tali formalità, il creditore pignoratizio risulti nei confronti della società, un mero detentore *nomine alieno* perciò privo *ex titulo*, di ogni legittimazione all'esercizio dei diritti sociali. Al creditore venne riconosciuto solo il potere di richiedere alla società, (previo accertamento dell'autenticità della scrittura privata costitutiva del pegno), che la garanzia pignoratizia, costituita nelle forme del diritto comune, acquistasse rilevanza cartolare verso la società medesima attraverso l'annotazione del vincolo sul certificato e nel libro dei soci.

Implicitamente a favore del riconoscimento del diritto di ritenzione su i titoli dati in pegno: Trib. Monza, 31 gennaio 1973, in *Giur. comm.*, 1975, II, 55.

propria e lo *ius distraendi* (v. art. 2806 in relazione all'art. 2024), né verso la società alcuno dei diritti connessi alla qualità di creditore pignoratizio (art. 2352)” (18).

Tornando alla questione delle formalità necessarie per la costituzione del pegno, orientamento giurisprudenziale di gran lunga minoritario sostiene come l'osservanza delle “sole” modalità di diritto comune (consegna dei titoli e stipula di una scrittura privata), siano sufficienti per la valida costituzione del pegno non solo fra le parti ma anche nei confronti dei terzi e della società emittente risultando precluso, al creditore pignoratizio, in questo caso, il solo esercizio dei diritti sociali (19).

Tale impostazione è stata accolta nella decisione, peraltro poi riformata, del Trib. Arezzo, 16 maggio 1990, Cassa di Risparmio di Perugia c. Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, in *Dir. banc. merc. fin.*, 1991, 559, sulla base delle seguenti argomentazioni: 1) lo spossessamento del debitore e la consegna

(18) Secondo l'orientamento dominante in giurisprudenza, il contenuto essenziale del diritto di pegno si identifica nella prelazione, la quale “trasforma la garanzia generica, ordinaria, in garanzia reale, specifica, sulla cosa costituita in pegno dal debitore o del terzo. In forza di tale specifica garanzia, una parte del valore della cosa, corrispondente all'ammontare del credito, esce virtualmente dalla sfera patrimoniale del costituente ed entra in quella del creditore” (Cass. 17 maggio 1962, n. 1110, in *Giust. civ.* 1962, II, 1869).

In assenza della prelazione il creditore pignoratizio non potrà soddisfarsi su i titoli oggetto del pegno con preferenza rispetto agli altri creditori. Di conseguenza nel caso in cui ciò avvenisse, il creditore sarà obbligato alla restituzione della somma di denaro che costui ha indebitamente trattenuto dopo l'escussione della garanzia (c.f.r. Trib. Rovigo, 4 febbraio 1997, cit. che ha sottolineato come “se la prelazione non esiste, il creditore pignoratizio non può soddisfarsi sulla *res* oggetto del pegno con preferenza rispetto agli altri creditori talchè la rimessione in pristino della situazione antecedente l'illegittimo esercizio del diritto di prelazione, non può che essere attuata mediante la restituzione della somma di denaro indebitamente trattenuta dal creditore pignoratizio dopo l'escussione della garanzia”).

(19) In passato analogamente si era espresso BUSSOLETTI, *Pegno di certificati provvisori ed emissione di titoli definitivi*, in *Riv. dir. comm.*, 1976, II, 21 il quale ha affermato che il pegno su azioni costituito con la mera osservanza delle forme comuni è efficace fra le parti e rispetto ai terzi con l'unica esclusione della società emittente. Risulta infatti che il soggetto “a cui favore il pegno è stato costituito nelle forme di diritto comune non potrà pretendere di esercitare quei diritti incorporati nel titolo azionario che vengono riconosciuti al creditore pignoratizio, sino a che non si legittimi nei confronti della società emittente; ciò non escludere però che questi già immediatamente possa esercitare quei diritti che discendono come caratteristici effetti della costituzione del pegno, i quali non richiedono una preventiva legittimazione nei confronti della società emittente: *ius possidendi* e *ius distraendi*”. (Più di recente: Id., *Novità giurisprudenziali*, in *Banche e banchieri*, 1990, 769)

al creditore dei certificati a titolo di pegno comportano “l’applicabilità dei principi relativi all’acquisto dei beni mobili (artt. 1153, 1994)”²⁰; 2) le azioni sono titoli di credito nominativi a cui si applicano le disposizioni proprie dei titoli di credito causali.

I giudici di merito hanno evidenziato come “dalla causalità dei titoli nominativi discende che il pegno di azioni di società ha per oggetto il complessivo rapporto in cui consiste la posizione di socio che costituisce il pegno, ma in più, in tali titoli è incorporato anche un credito che pure è oggetto del pegno. Di conseguenza dal pegno scaturiscono duplici effetti: di carattere patrimoniale, correnti tra creditore pignoratizio e debitore costituente il pegno, e di carattere societario, correnti tra creditore pignoratizio e società emittente delle azioni impegnate. Per quanto concerne quest’ultimo rapporto la richiamata causalità, o non letteralità, dei titoli di credito nominativi, comporta l’opponibilità da parte del debitore e, quindi, anche dell’emittente, di tutte le eccezioni basate, oltrechè sul contenuto letterale dei titoli, anche sul contratto sottostante”.

Nel caso di specie era accaduto che delle azioni di una banca erano state consegnate tramite girata in garanzia ad una Cassa di Risparmio la quale non aveva chiesto immediatamente all’emittente l’annotazione del vincolo nel libro soci. Allorquando il creditore pignoratizio manifestò l’intenzione di escutere il pegno si vide rigettare l’istanza in quanto la società emittente aveva attuato la compensazione mediante annullamento delle stesse azioni dato che la parte costituente la garanzia reale si era resa insolvente anche nei suoi confronti.

La Cassa di Risparmio, di conseguenza, chiese la declatoria d’illegittimità dell’annullamento delle azioni e della conseguente compensazione ed in subordine la condanna della banca (società emittente delle azioni date in pegno) al risarcimento dei danni, in misura corrispondente al valore dei titoli “annullati”.

Il Tribunale affermò la validità del pegno e la sua efficacia nei confronti della società emittente anche in assenza dell’annotazione nel libro soci ma dichiarò l’illegittimità (ovvero la non opponibilità) della compensazione accogliendo, quindi, parzialmente l’istanza del creditore pignoratizio ⁽²⁰⁾.

⁽²⁰⁾ La decisione è stata peraltro integralmente riformata nel giudizio d’Appello (App. Firenze, 19 gennaio 1994, inedita) e tale ultima sentenza poi confermata dai giudici di legittimità (c.f.r. Cass. 23 luglio 1996, n. 6596 Cassa di risp. Perugia c. Banca dell’Etruria e del Lazio, in *Foro it.*, 1997, I, 1227), i quali, nel solco dell’orientamento consolidato, hanno confermato l’inopponibilità del pegno alla società emittente in assenza dell’annotazione nel

Da ricordare, infine, come agli effetti di mera pubblicità notizia, le società con azioni non dematerializzate sono tenute a depositare entro trenta giorni dall'approvazione del bilancio, presso l'Ufficio del Registro delle imprese, l'elenco dei soci e dei soggetti che risultano "beneficiari di vincoli sulle azioni" (art. 2435, 3° comma) ⁽²¹⁾.

libro soci. Conseguenza di ciò è la mancanza di titolo idoneo, per la banca creditrice, di contestare la legittimità della compensazione operata dall'emittente, trattandosi di *res inter alios acta* della quale avrebbero potuto dolersi soltanto i debitori.

⁽²¹⁾ Per le medesime finalità è previsto nel caso di pegno su azioni quotate nei mercati regolamentati: cfr. Regolamento Consob adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, artt. 118, 123 nel quale è stabilito che nel caso di partecipazione rilevanti date in pegno il creditore pignoratizio della comunicare alla Consob e alla società emittente tale titolarità nel caso in cui, in conformità della legge, sia titolare del diritto di voto. La ratio di tale disciplina, come è evidente, risiede nell'esigenza di assicurare adeguata pubblicità all'evenienza che un soggetto estraneo alla compagine societaria possa influire sulla gestione della società (per esempio attraverso la partecipazione alla nomina degli amministratori). Cfr. SBISA, Commentario *sub*. art. 120 T.U., in Commentario Alpa-Capriglione, 1112.

Nel caso in cui il creditore pignoratizio non adempia agli obblighi informativi, la sanzione prevista, a pena di annullabilità della deliberazione, è quella della sospensione del diritto di voto.

2.2 Segue: b) sulle azioni dematerializzate

Il recente processo di “dematerializzazione” delle azioni di società quotate, attuato con il D. L.g.s. 24 giugno 1998, n. 213, ha indotto il legislatore a dettare specifiche disposizioni per la disciplina della costituzione dei vincoli (pegno, sequestro, pignoramento ecc.), o di altri diritti reali (usufrutto) su tale tipo di bene ⁽²²⁾.

La scomparsa della *chartula*, sancita negli artt. 28–38 del c.d. decreto Euro ha, infatti, reso evidente l'impossibilità di procedere sia all'annotazione del vincolo sul titolo azionario sia al suo spossessamento e quindi reso necessaria una disciplina *ad hoc* che tenga conto anche delle peculiarità del sistema di gestione accentrata e delle modalità di circolazione delle azioni

⁽²²⁾ Nella prassi il termine dematerializzazione sta ad indicare la scomparsa del supporto materiale nel quale risulta incorporato il diritto di credito. Con tale fenomeno è venuta meno la corrispondenza fra le regole di circolazione dei valori mobiliari e quelle di circolazione delle cose mobili. E' stato evidenziato come “per *dematerializzazione* dei titoli di credito si intende il risultato dell'adozione di tecniche volte a sopperire alla eccessiva dimensione della massa cartacea circolante. Per così dire, proprio nel momento in cui la figura del titolo di credito, nella specie di massa, ha incominciato a incontrare la sua più elevata diffusione in comparazione alle esperienze precedenti, per il progressivo rafforzamento ed arricchimento del mercato, il suo stesso punto di forza, il veicolo circolare, è diventato ingombrante” (LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Giuffrè, 1999, 105).

A seconda dell'intensità della dematerializzazione è possibile distinguere fra:

- dematerializzazione totale, nella quale la *chartula* scompare completamente e il diritto che vi era incorporato risulta “materializzato” solo attraverso una iscrizione in un conto;
- dematerializzazione “totale facoltativa”, rispetto alla quale pur realizzandosi la frattura diritto-documento, al possessore del titolo è lasciata la scelta se immettere o meno il documento in suo possesso nel sistema di gestione accentrata;
- dematerializzazione della sola circolazione per la quale il titolo esiste nella sua materialità ma viene depositato, a discrezione del possessore, presso un gestore centrale e da tale momento circola non tramite la *traditio* del documento ma tramite mere operazioni-annotazioni contabili. In tale sistema si può dire che “si scorpora la circolazione del diritto della circolazione del documento, senza scorporare il diritto dal documento” (LIUZZI, *Dematerializzazione dei titoli e garanzia senza spossessamento nel sistema Monte Titoli*, in Riv. crit. Dir. priv., 1992, 55).

dematerializzate ⁽²³⁾. Di conseguenza, il legislatore ha stabilito che i vincoli sugli strumenti finanziari “si costituiscono unicamente con le registrazioni in apposito conto tenuto dall’intermediario” (art. 34, 1° comma, D.Lgs. n. 213/98); tali registrazioni “sono comunicate all’emittente nei casi e nei termini previsti dalla legge” (3° comma) ⁽²⁴⁾.

Il dato normativo contenuto nell’art. 34, del D.Lgs. n. 213/98, impone alcune considerazioni.

In primo luogo che la disciplina speciale essendo ispirata ad esigenze di massima semplicità e celerità anche delle procedure di costituzione dei diritti reali sulle azioni, richiede per la valida costituzione del vincolo pignoratizio la

⁽²³⁾ Nella vigenza del precedente sistema (L. 19 giugno 1986 n. 289) che aveva introdotto la c.d. gestione accentrata presso la Monte Titoli s.p.a. la costituzione dei vincoli sulle azioni, stante l'impossibilità di effettuare lo spossessamento, avveniva attraverso l'iscrizione del vincolo nell'apposito registro tenuto da ciascun depositario. Ai sensi, infatti, dell'art. 7 della L. 289/1986 e del relativo regolamento Consob di attuazione, risultava evidente come il legislatore avesse individuato tale formalità come equivalente alla costituzione del vincolo sul titolo dato che espressamente veniva affermato “(...) Detti vincoli e quelli costituiti successivamente risultano da apposito registro tenuto dal depositario in conformità agli artt. 2215, 2216 e 2219 del codice civile.

L'iscrizione del vincolo nel registro, ai sensi del comma 1, produce gli effetti propri della costituzione del vincolo sul titolo. Resta fermo, per i titoli nominativi, l'obbligo dell'annotazione nel registro dell'emittente”.

Sul tema cfr.: MINERVINI, *Sistema Monte Titoli e pegno di titoli di credito*, in Banca borsa, tit. cred., 1990, I, 145; In particolare, LIUZZI, *Dematerializzazione dei titoli*, cit., 61, evidenzia come “vista l'impossibilità nel sistema di gestione accentrata di “utilizzare” il titolo come disposto nell'art. 1997 cod. civ., e dunque di operare lo spossessamento del costituente a favore del creditore pignoratizio, l'attivazione del Registro potrebbe ritenersi necessaria non per sostituire l'annotazione, quanto per surrogare il mancato spossessamento”.

⁽²⁴⁾ Cfr. art. 34 - *Costituzione di vincoli* - “I vincoli di ogni genere sugli strumenti finanziari disciplinati dal presente Titolo V, ivi compresi quelli previsti dalla normativa speciale sui titoli di debito pubblico, si costituiscono unicamente con le registrazioni in apposito conto tenuto dall’intermediario.

Possono essere aperti specifici conti destinati a consentire la costituzione di vincoli sull’insieme degli strumenti finanziari in essi registrati; in tal caso l’intermediario è responsabile dell’osservanza delle istruzioni ricevute all’atto di costituzione del vincolo e all’esercizio dei diritti relativi agli strumenti finanziari.

Le registrazioni previste dal presente articolo sono comunicate all’emittente nei casi e nei termini previsti dalla legge”.

La disciplina legale trova il suo completamento nel Regolamento *Consob* approvato con delibera del 23 dicembre 1998, n. 11768, recentemente modificata con delibera n. 12497 del 20 aprile 2000, recante disposizioni di attuazione del D. Lgs. n. 58/1998 e del D.Lgs. n. 213/1998.

sola registrazione nel “conto vincoli” tenuto dall’intermediario ⁽²⁵⁾. Non risulta quindi, necessaria l’annotazione nel registro della società emittente ai fini della costituzione del vincolo e secondo parte della dottrina neanche ai fini della legittimazione all’esercizio dei diritti sociali a cui il creditore pignoratizio è per legge, o per consolidato giurisprudenziale, legittimato risultando sufficiente il rilascio di apposita certificazione da parte dell’intermediario ⁽²⁶⁾.

In secondo luogo riterrei che non occorra, per la valida costituzione del pegno, la scrittura privata con data certa (ex art. 2787), in quanto la sua funzione appare sostituita dalle apposite annotazioni che l’intermediario deve effettuare ai sensi degli artt. 45-46 Reg. Consob n. 11768/1998 e che dovranno risultare dagli appositi registri ⁽²⁷⁾.

⁽²⁵⁾ Cfr. LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Giuffrè, 1999, 132, che sottolinea come “per gli strumenti finanziari dematerializzati si individuano più registrazioni rilevanti: quelle della società di gestione e degli intermediari per ciò che concerne i trasferimenti; quella dell’intermediario soltanto per ciò che concerne la costituzione di vincoli. Ciò discende dalla circostanza che la costituzione del vincolo si esaurisce senza movimentazione dello strumento che ne è oggetto, sicché la società di gestione accentrata ne risulta sostanzialmente indifferente”. Sulla base, infatti, del dato letterale, sarebbe infatti possibile affermare che il vocabolo “unicamente” usato dal legislatore nel 1° comma, art. 34, D. Lgs. n. 213/98 potrebbe far ipotizzare la sufficienza delle registrazioni nel conto dell’intermediario per l’opponibilità *erga omnes* del vincolo così costituito.

In realtà sembra preferibile la tesi, suffragata dal testo del 3° comma, per la quale una volta sorto il vincolo, l’intermediario debba comunque informare prontamente la società emittente, affinché questa compia le necessarie annotazioni ai sensi dell’art. 3, RD. n. 239/42. In tal senso SALANITRO, *Società per azioni e mercato finanziario*, Giuffrè, 1999, 281.

⁽²⁶⁾ Tale impostazione, difficilmente condivisibile, è sostenuta da coloro che ritengono la normativa speciale *ante* dematerializzazione implicitamente abrogata dal D.Lgs. n. 213/98 che presuppone un sistema quale quello *a-cartolarizzato* completamente diverso dal precedente. In particolare per SPADA, *La circolazione della “ricchezza assente” alla fine del millennio*, in *Banca borsa, tit., cred.*, 1999, I, 407 l’annotazione nel libro soci non serve non solo ai fini della costituzione del vincolo, ma neanche ai fini della sua opponibilità alla società emittente ai fini dell’esercizio dei diritti sociali (es. diritto di voto, diritto d’impugnativa ecc.). Per questo sarà sufficiente la certificazione rilasciata dall’intermediario ex art. 31 Reg. Consob.

Di diverso avviso ritenendo l’annotazione necessaria ai fini dell’opponibilità alla società: MINERVINI, *La dematerializzazione delle azioni quotate e l’esercizio dei diritti sociali*, in *Giur. comm.*, 1999, I, 647;

⁽²⁷⁾ Il testo del regolamento Consob, sembra permettere tale affermazione dato che le indicazioni che debbono essere contenute negli appositi conti, risultano idonee a surrogare la scrittura privata ex art. 2787.

Ai sensi dell’art. 45 Reg. Consob (Costituzione dei vincoli sugli strumenti finanziari), “L’intermediario accende appositi conti destinati a registrare per ogni titolare di conto gli strumenti finanziari di sua pertinenza gravati da vincoli. Tali conti devono contenere le seguenti indicazioni:

data dell’iscrizione;

A tal proposito è necessario tener presente che nelle disposizioni citate sono indicati i dati che debbono essere annotati nel conto acceso presso l'intermediario per la costituzione del vincolo sulle azioni dematerializzate e che questi stessi dati debbono poi essere iscritti "in ordine progressivo annuo" nel Registro dei vincoli, istituito dall'art. 87, D. Lgs. n. 58/1998 ⁽²⁸⁾.

Nel sistema dematerializzato esistono, dunque, due conti, intestati allo stesso soggetto: il primo è quello previsto dall'art. 87 T.u.f., tenuto dalla società di gestione accentrata; il secondo previsto dall'art. 34 D. Lgs. n. 213/1998 che deve recare l'indicazione della "natura del vincolo ed eventuali indicazioni

specie degli strumenti finanziari;
natura del vincolo ed eventuali altre indicazioni supplementari;
causale dell'iscrizione e data dell'operazione oggetto d'iscrizione;
data di costituzione del vincolo ed indicazione delle specifiche numeriche dei certificati, se la costituzione del vincolo è anteriore all'immissione degli strumenti finanziari nel sistema;
quantità degli strumenti finanziari;
titolare degli strumenti finanziari;
beneficiario del vincolo e indicazione, ove comunicata, dell'esistenza di convenzione fra le parti per l'esercizio dei diritti;
eventuale data di scadenza del vincolo.
(...)

La documentazione contabile rilasciata dall'intermediario reca l'annotazione dell'eventuale esistenza di vincoli sugli strumenti finanziari".

⁽²⁸⁾ Le disposizioni del regolamento Consob n. 11768/1998 (art. 45), prevedono l'obbligo di trascrivere le stesse indicazioni contenute nelle registrazioni costitutive dei vincoli "in ordine progressivo annuo nel Registro istituito ai sensi dell'art. 87, D. Lgs. n. 58/1998 tenuto dall'intermediario in conformità agli artt. 2215, 2216 e 2219 Codice Civile".

Si è posto allora un problema di coordinamento delle due disposizioni accentuato dal fatto che mentre nell'art. 45 viene usata l'espressione "sono trascritti", nell'art. 87, 2° comma, è usata l'espressione "iscrizione" tipica di un'operazione costitutiva.

La questione deve essere risolta tenendo presente che il Registro cui fa riferimento l'art. 87 del D. Lgs. n. 58/98 risulta istituito in un sistema solo "parzialmente" dematerializzato, mentre invece quello sottostante il Regolamento Consob in un regime di *a-cartolarizzazione* totale.

Data allora la diversità dei sistemi e al fine di evitare che la disposizione contenuta nell'art. 87 T.u.f. perda qualsiasi rilevanza, risulta pienamente condivisibile l'opinione di coloro che considerano l'annotazione effettuata ai sensi dell'art. 45 Reg. come rilevante ai fini della data di costituzione del vincolo, mentre l'annotazione ex art. 87 T.u.f., effettuata dall'intermediario, necessaria ai fini dell'opponibilità ai terzi e come tale sostitutiva della scrittura privata redatta ex art. 2787 (CARDARELLI, *L'azione dematerializzata*, Giuffrè, 2001, 175).

supplementari” oltre che la “causale dell’iscrizione e la data dell’operazione oggetto di iscrizione” (art. 45 Reg. n. 11768/1998). A tali elementi potranno essere aggiunte le indicazioni relative alle specifiche convenzioni fra creditore e debitore per l’esercizio dei diritti sociali oltre alla data di scadenza del vincolo ⁽²⁹⁾.

Per quanto riguarda gli effetti che si determinano a seguito della costituzione del pegno (diritto reale di garanzia) sulle azioni dematerializzate nei confronti della società emittente, questi sono condizionati al tradizionale adempimento dell’annotazione, nel libro soci, della costituzione della garanzia reale. Tale adempimento risulta assicurato dalla comunicazione che l’intermediario deve effettuare alla società emittente ai sensi dell’art. 34 (D. lgs. n. 213/98), per il quale “le registrazioni di cui al presente articolo sono comunicate all’emittente nei casi e nei termini previsti dalla legge” ⁽³⁰⁾.

⁽²⁹⁾ In una recente monografia sulla disciplina delle azioni dematerializzate è stato affermato: “La regola *a-cartolare* consente, attraverso l’intervento dell’intermediario, la realizzazione della garanzia che il beneficiario del vincolo abbia effettivamente la disponibilità del valore delle azioni vincolate – sia che il vincolo sia costituito da pegno che nell’ipotesi in cui sia costituito da usufrutto – che nella registrazione separata è sottratta al titolare del conto ed abbia, ugualmente, la sicurezza che la costituzione del vincolo sia opponibile ai terzi a mezzo dell’iscrizione nel registro di cui all’art. 87, T.u.f.” (M.C. CARDARELLI, cit., 177).

⁽³⁰⁾ E’ evidente, di conseguenza, come tale comunicazione abbia la specifica finalità di mettere la società in grado di effettuare l’annotazione nel libro soci della costituzione del vincolo e delle sue caratteristiche (in particolare ai fini dell’individuazione dei soggetti legittimati all’esercizio dei diritti sociali) e come un eventuale ritardo o mancata comunicazione all’emittente, che determinerà l’impossibilità di esercitare i diritti sociali, risulterà imputabile all’intermediario responsabile per “l’osservanza delle istruzioni ricevute all’atto della costituzione del vincolo in ordine alla conservazione dell’integrità del valore del vincolo ed all’esercizio dei diritti relativi agli strumenti finanziari” (BUSANI-CANALI, *Strumenti finanziari dematerializzati: circolazione, vincoli e conferimento in fondo patrimoniale*, in Riv. notar., 1999, 1059).

3.- L'esercizio dei diritti sociali nel caso di pegno su azioni: A) il diritto di voto.

Nel caso in cui sulle azioni sia stata costituita la garanzia pignoratizia, data la peculiarità del suo oggetto, si pone la questione di come si vengano a conciliare le caratteristiche del pegno con quelle della materia societaria. L'azione, infatti, intesa come partecipazione sociale, attribuisce un insieme di diritti, di carattere amministrativo e patrimoniale, il cui esercizio potrebbe risultare pregiudizievole per l'effettività della garanzia o, all'opposto, necessario per la sua migliore conservazione ⁽³¹⁾.

Il legislatore fornisce una espressa disciplina solo relativamente al diritto di voto (art. 2352, 1° comma), al diritto d'opzione (2° comma), al versamento dei decimi residui (3° comma). Una disciplina che, come è evidente, lascia all'interprete la soluzione della titolarità e delle modalità di esercizio di tutte le altre situazioni giuridiche inerenti alla partecipazione societaria ⁽³²⁾. Di conseguenza, in questa sede, passeremo in rassegna le principali questioni che sono state affrontate dalla giurisprudenza circa la legittimazione, le concrete modalità e i limiti d'esercizio che i diritti societari pongono nel caso in cui le azioni siano date in pegno ⁽³³⁾.

⁽³¹⁾ Interessante ricordare che l'oggetto "sostanziale" del diritto di garanzia sui titoli azionari non viene ravvisato né nel complesso di posizioni soggettive che fanno parte della partecipazione sociale né nella consistenza del patrimonio della società, bensì nel valore economico (non nominale) dei titoli azionari vincolati. Per NOBILI, *Contributo allo studio del diritto d'opzione nelle società per azioni*, Milano, 1958, 280 "è indubbio che, nel caso di pegno, le azioni vengono prese in considerazione dagli interessati non per il loro valore nominale, ma per quello economico, che è poi (almeno teoricamente) la somma realizzabile dal creditore insoddisfatto, il quale chieda la vendita delle azioni ex artt. 2796 o 2795 cod. civ."

⁽³²⁾ Tale disciplina per quanto limitata, rappresenta comunque un notevole passo avanti rispetto a quella contenuta nel codice di commercio del 1882 (artt. 455-456) che si limitava a sancire la piene legittimità dell'usufrutto e del pegno di azioni.

⁽³³⁾ Nell'affrontare tale questione l'interprete, sia esso operatore sia studioso, deve sempre tener presente che si tratta di conciliare non solo posizioni diverse quali quelle del socio debitore e del creditore pignoratizio ma anche funzioni diverse quale quella pignoratizia e quella societaria. In particolare SACCHI, *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a.*, in Giur. comm., 1989, 354, sottolinea come il creditore sia portatore dell'interesse tipico di garanzia la cui disciplina e le cui caratteristiche debbono essere ricavate dalle disposizioni "ordinarie" in tema di garanzie reali (artt. 2784 ss.), indispensabili per integrare la disciplina "speciale" in tema di pegno di azioni.

Per quanto riguarda il diritto di voto, il legislatore ha espressamente stabilito che questo spetti, salvo diversa pattuizione, al creditore pignoratizio (34). L'espressa attribuzione della legittimazione al voto non si è rivelata peraltro sufficiente ad evitare che nascessero controversie, fra le parti del rapporto obbligatorio, relative alle sue modalità di esercizio.

La giurisprudenza a tal proposito è orientata a ritenere che il soggetto titolare del pegno (o dell'usufrutto) sulle azioni, incontri come limite nell'esercizio del voto, quello rappresentato dal divieto di votare *in odium socii*.

In altre parole affinché il voto dato dal creditore pignoratizio sia legittimo esso deve risultare coerente con la *ratio* della sua attribuzione (tutelare l'effettività della garanzia) potendo rivelarsi, nel caso concreto, anche diverso da quello che il socio avrebbe esercitato purchè ciò non derivi da interessi meramente egoistici o da finalità emulatorie perseguite dal creditore. Di conseguenza, il criterio interpretativo seguito dalla giurisprudenza consolidata, per valutare la condotta del creditore in assemblea è quello secondo il quale costui " *ha solo il diritto a che non soffra pregiudizio la garanzia rappresentata dalle azioni ricevute in pegno e pertanto egli deve, nell'esercizio del voto, ispirarsi all'amministrazione e alla conservazione del valore delle azioni, senza coltivare interessi egoistici che siano in opposizione a quelli del debitore titolare. Il creditore non potrà avvalersi dell'esercizio del voto nel suo interesse esclusivo e tanto meno allo scopo di nuocere al debitore titolare*" (Cass. 17 giugno 1953, n. 1975, Carabba c. Soc. S.E.G.I. e Berlutti, in *Foro it.*, 1954, I, 806).

Tale principio venne formulato affrontando la seguente questione di fatto: a seguito dell'approvazione di una delibera assembleare con la quale si era revocato il debitore dalla carica di amministratore e si era deliberato un aumento di capitale sociale con l'esclusione del diritto d'opzione per i vecchi azionisti, (così modificando l'assetto organizzativo della società), il socio debitore risultava, sostanzialmente, escluso dalla compagine sociale.

(34) La *ratio* che ha indotto il legislatore a separare la titolarità delle azioni dalla legittimazione al voto (almeno in linea generale e cioè non sussistendo convenzione contraria), è stata descritta da Cass. 18 novembre 1961, n. 2698, Picerni c. Carrozzeria Romanazzi, in *Banca borsa, tit. cred.*, 1962, II, 46 nella quale si afferma che "il fondamento di tale previsione (l'art. 2352 cc.) non è nella separabilità dello stato di socio dal diritto di voto ed il riconoscimento di un potere di disposizione del socio, ma l'attribuzione al creditore pignoratizio di una tutela del suo diritto reale di garanzia in coerenza con la natura di tale diritto e del normale intento pratico delle parti". In tal senso anche: Trib. Roma, 5 giugno 1968, Canessi c. Canessi s.p.a., in *Giur. mer.*, 1969, I, 168; Cass. 19 agosto 1996, n. 7614, Grecchi c. Romana Frugens s.r.l., in *Giur. it.*, 1997, I, 1, 586.

Costui allora aveva impugnato tale delibera sostenendo, fra l'altro, "l'abuso" del diritto di voto dato allo scopo esclusivo di danneggiarlo estromettendolo dalla società.

Nel successivo giudizio di rinvio (App. Roma, 3 aprile 1958, in Banca, borsa, tit. cred. 1959, II, 83), i giudici non ravvisarono nella condotta del creditore pignoratizio gli estremi di un abuso nell'esercizio del suo diritto, rigettando la domanda di annullamento della delibera assembleare.

In particolare si affermò che *"il creditore pignoratizio di azioni sociali è portatore di un diritto avente propria autonomia e di un interesse del pari autonomo, che può atteggiarsi in modo profondamente diverso da quello del debitore. L'unico limite all'esercizio del voto è che il creditore non agisca esclusivamente in odium debitoris, che non ponga in essere un voto determinato da finalità emulatorie, che non si serva del voto per scopi del tutto egoistici che non coincidano né coll'interesse della società né con quello del debitore. E' invece perfettamente legittimo il suo voto, quand'esso sia stato espresso tenendo presenti gli interessi della società"*.

Nel caso concreto, le numerose irregolarità formali e sostanziali di cui si era reso responsabile il socio debitore e lo stato di grave dissesto finanziario in cui si trovava la società, risultarono di gravità tali, da rendere necessarie le misure adottate con il voto favorevole del creditore pignoratizio.

L'orientamento ormai consolidato (da ultimo: Trib. Milano, 11 luglio 1994, Caprotti c. Acma International s.p.a., in *Giur. it.*, 1995 I, 2, 830; ed in via incidentale Cass. 10 marzo 1999, n. 2053, Banca Popolare Crotone c. Stricagnolo, in *Società*, 1999, 554) è quello che fa proprie tali argomentazioni.

In particolare Trib. Milano, 11 luglio 1994, cit., investito di una controversia relativa all'invalidità di una delibera di messa in liquidazione di una società per azioni adottata dai creditori pignoratizi, ha sottolineato che costoro, nell'esercizio del voto, debbono attenersi al perseguimento dell'utile sociale *"che è del tutto diverso dall'interesse del singolo socio"*.

Nel caso concreto il socio debitore aveva impugnato la delibera assembleare sostenendo fra l'altro che il voto dato dal rappresentante del creditore pignoratizio era confliggente con l'interesse della società, visto che in realtà l'unico scopo perseguito era quello di incassare il credito garantito dalle azioni date in pegno.

Il Tribunale, respingendo tali argomentazioni, ha negato che nel caso di specie fosse ravvisabile un abuso del diritto di voto, dato che *"certamente deve negarsi che in astratto la delibera di messa in liquidazione della società possa ritenersi contraria agli interessi della società medesima posto che anzi,*

in determinate condizioni, un delibera di tal genere deve ritenersi addirittura necessaria e certamente rientra in materia della quale il creditore pignoratizio può disporre” (35).

La lettura delle argomentazioni dei giudici, sia di merito sia di legittimità, formulate generalmente per respingere richieste di annullamento della delibera assembleare adottata con il voto favorevole del creditore pignoratizio, offre lo spunto per individuare gli strumenti di tutela di cui il socio debitore risulta titolare al fine di opporsi ad un voto dato in *odium socii*.

La giurisprudenza è concorde nel ritenere che una tale ipotesi non si rifletta sulla validità della delibera assembleare ma rimanga questione meramente interna ai rapporti fra socio-debitore e creditore. Di conseguenza, il socio potrà far valere le proprie ragioni esclusivamente attraverso gli istituti “ordinari” della disciplina del pegno quali, per esempio, un’azione di risarcimento danni oppure il sequestro dei titoli dati in garanzia (Trib. Roma, 5 giugno 1968, Canesi c. Canesi s.p.a., in *Giur. mer.*, 1969, I, 168; Trib. Milano, 4 settembre 1978, Bozzo c. Ifia s.p.a., in *Dir. Fall.*, 1979, II, 241; App. Bologna, 15 settembre 1993, Soc. Romana Fruges s.r.l., c. Grecchi, in *Giur. Comm.*, 1995, II, 47) (36).

(35) In sede di omologazione, e pertanto con un’efficacia di mero precedente, Trib. Foggia, 21 febbraio 1986, Spiaggia Lunga s.r.l., (decreto) in *Dir. fall.* 1986, II, 429 negò l’iscrizione nel registro delle imprese a due delibere assembleari con le quali si era revocato dalla carica l’amministratore (socio debitore) e modificato lo statuto sociale abbassando i quorum costitutivi e deliberativi necessari per il funzionamento dell’assemblea.

Richiamando la norma generale contenuta nell’art. 2790 c.c. (per la quale il creditore è tenuto a custodire la cosa ricevuta in pegno) ed evidenziando come anche nell’ipotesi di pegno di azioni o quote il diritto di voto costituisce adempimento di quel dovere di custodia, il Tribunale di Foggia affermò che *“il creditore pignoratizio non esercita il diritto di voto come socio, ma per adempiere al dovere di amministrazione e conservazione del bene costituito in pegno e passato in suo possesso, dal che consegue una notevole limitazione nell’esercizio di tale diritto poiché egli non può avvalersi di questo esclusivamente nel suo interesse, in quanto ciò equivarrebbe ad un uso non necessario dell’azione data in pegno. Il voto può, in questo caso e cioè nel caso di azioni date in pegno, essere dato in base a criteri obiettivi e cioè per quelle finalità per cui il relativo diritto è attribuito al creditore pignoratizio affinché questi salvaguardi nell’interesse proprio e del debitore il valore delle azioni”*.

Nel caso di specie pertanto, il voto dato dal creditore pignoratizio venne considerato dai giudici in *odium debitoris*, e quindi assolutamente non rispondente all’esigenza ex. art. 2790 di tutela e garanzia del pegno. La delibera assembleare, di conseguenza, non venne omologata.

(36) Soluzione analoga è affermata nel caso di usufrutto su azioni o quote: c.f.r. Cass. 19 agosto 1996, n. 7614, cit., la quale ha affermato che “l’usufruttuario medesimo, naturalmente, deve astenersi da comportamenti che possano arrecare ingiusto danno al nudo proprietario della quota ed, in particolare, da modi di esercizio del diritto di voto che possano compromettere la conservazione del valore economico della partecipazione in società; ciò

Di recente tale impostazione è stata confermata da Trib. Milano, 11 luglio 1994, Caprotti c. Acme International s.p.a., in *Giur. it.*, 1995, I, 2, 830.

Nel caso di specie, il socio che aveva costituito in pegno le proprie azioni aveva impugnato la delibera assembleare, approvata con il voto favorevole del creditore pignoratizio, con la quale era stata messa in liquidazione la società. Se ne sosteneva l'invalidità per abuso del diritto di voto in quanto il voto favorevole alla liquidazione della società non risultava coerente con la sua attribuzione al creditore pignoratizio ma piuttosto diretto a provocare un ingiustificato pregiudizio nel patrimonio del socio debitore.

Il Tribunale, premesso che secondo l'orientamento prevalente il socio debitore risulterebbe privo della legittimazione ad impugnare in quanto tale facoltà viene riconosciuta in esclusiva al creditore pignoratizio, ha respinto la domanda non solo per tale motivo, ma perché del tutto infondata. Ed infatti nel caso concreto, la delibera di messa in liquidazione della società venne ritenuta non in contrasto con l'interesse della compagine societaria, interesse che costituisce l'unico parametro per la valutazione del corretto esercizio del diritto di voto del creditore pignoratizio, non necessariamente coincidente con quello del singolo socio. Inoltre si affermò che "quand'anche il creditore pignoratizio avesse violato il potere-dovere di conservare il valore delle azioni avute in pegno e avesse assunto in sede di voto una posizione diretta a provocare un ingiustificato pregiudizio al proprietario, tale situazione non si riflette sulla validità della delibera, ma inciderà eventualmente sul piano dei rapporti interni, giustificando ad esempio un risarcimento danni" ⁽³⁷⁾.

nondimeno, l'eventuale violazione di tale obbligo, proprio perché esso rileva solo nei rapporti tra le parti, espone il responsabile al rischio di estinzione dell'usufrutto, nonché all'azione risarcitoria del proprietario leso, ma non può riflettersi sulla validità del voto espresso in assemblea, né di conseguenza, sulla validità della deliberazione che l'assemblea abbia adottato, anche se quel voto sia risultato determinante".

Orientamento decisamente minoritario è quello che riconosce l'ammissibilità dell'impugnazione della delibera assembleare, da parte del socio, per abuso del voto da parte del creditore pignoratizio. In particolare: Cass. 17 giugno 1953, n. 1795, Carabba c. Soc. S.e.g.i., in *Foro it.*, 1954, I, 806; Cass. 2 agosto 1977, n. 3422, Jacometti c. Immobiliare Osculati spa, in *Giur. comm.*, 1978, II, 24; Trib. Foggia, 21 febbraio 1986, Spiaggia Lunga srl, (decreto) in *Dir. fall.*, 1986, II, 429.

⁽³⁷⁾ Cfr. ASCARELLI, *Riflessioni in tema di titoli azionari, personalità giuridica e società fra società*, in *Banca Borsa, tit. cred.*, 1952, I, 385, il quale seppur con riferimento all'ipotesi di diritto di usufrutto, afferma che l'eventuale esercizio del diritto di voto in violazione dei criteri di normale diligenza e di prudente apprezzamento degli interessi del nudo proprietario, darà luogo unicamente alle forme di tutela di diritto comune (artt. 2561, 1015) e non all'invalidità della delibera assembleare.

L'attribuzione del diritto di voto, che per legge spetta al titolare del diritto di pegno (o di usufrutto), può essere oggetto di una pattuizione fra le parti derogatrice del regime legale ⁽³⁸⁾. Il legislatore, infatti, ha fatto salva la possibilità di una convenzione contraria che, solo per alcune assemblee oppure come regola generale, lo attribuisca all'azionista proprietario dei certificati azionari.

Rispetto allora a tali ipotesi, la questione che si è posta all'attenzione della giurisprudenza è stata quella di stabilire se e in quale modo sia necessario portare a conoscenza della società tali convenzioni di voto in quanto, in caso contrario, il voto risulterebbe viziato (perché dato da soggetto non legittimato) e la delibera pertanto annullabile (Cass. 2 maggio 1967, n. 811, Fall. Beni Romani s.p.a. c. Cajola, in *Giust. civ.*, 1967, I, 1292).

L'orientamento risultante dall'analisi della poca giurisprudenza formata su tale facoltà, non ritiene necessario, per la validità del voto espresso in assemblea, la preventiva comunicazione alla società della convenzione pattizia derogatrice della legittimazione legale. E' stato, quindi, ritenuto valido il voto dato dal socio che si è recato in assemblea per votare avendo depositato almeno un'azione (art. 2370) da cui risulti l'esistenza del diritto di garanzia, in mancanza dell'opposizione del creditore pignoratizio (Trib. Palermo, 12 marzo 1958, Soc. Ceramica Revelli c. Soc. Immobiliare, in *Giur. sic.*, 1958, 1048; Trib. Milano, 6 febbraio 1975, Cortellezzi in Cantini c. Pirelli s.p.a., in *Giur. comm.*, 1975, II, 787; Cass. 10 marzo 1999, n. 2053 Banca Popolare di Crotone c. Stricagnolo, in *Società*, 1999, 554).

In particolare, Trib. Palermo, 12 marzo 1958, cit., ritenne che se alla legittimazione di fatto del socio debitore, che nonostante il pegno si trova nella disponibilità dell'azione, si aggiunge il mancato intervento in assemblea del creditore pignoratizio, il voto dato dal primo potrà esser ritenuto pienamente valido se, al sorgere di eventuali contestazioni, si fornirà la prova (anche mediante semplice scrittura privata) della convenzione in parola.

⁽³⁸⁾ Sotto la vigenza del codice di commercio del 1882 in mancanza di un'esplicita previsione normativa, dottrina e giurisprudenza, ritenevano "normale" che il diritto di voto in caso di pegno o usufrutto rimanesse in capo al socio-proprietario (FERRARA senior, *L'usufrutto dei crediti nel diritto civile italiano*, in *Riv. it. sc. giur.*, 1905, XXXIX, 97 ss.). A seguito dell'espressa previsione normativa (art. 2352) contenuta nel Cod. civ. del 1942, tale questione risulta essere superata e, risolta, in termini opposti.

Ancora minore importanza alla preventiva conoscenza della convenzione da parte della società, per la validità del voto dato in assemblea dal socio - proprietario, è attribuita da Trib. Milano, 6 febbraio 1975, cit.. In tal caso i giudici di merito, affermarono che il possesso delle azioni date in pegno in capo al socio debitore, risulta essere per ciò solo circostanza sufficiente a far ritenere che costui possa legittimamente esercitare il diritto di voto in assemblea (conforme anche Cass. 2 maggio 1967, n. 811, Fall. Beni romani s.p.a. c. Cajola, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1968, II, 46).

3.2- Segue: b) il diritto d'impugnativa delle deliberazioni assembleari.

Fra i diritti amministrativi incorporati nei titoli azionari, l'attenzione prevalente della dottrina della giurisprudenza si è posta nell'individuazione del soggetto legittimato ad impugnare le delibere assembleari annullabili (art. 2377)⁽³⁹⁾.

Il riconoscimento di tale potere al socio debitore o al creditore pignoratizio, in esclusiva o congiuntamente, in assenza di una indicazione legislativa, presuppone una valutazione complessiva degli interessi coinvolti che tenga presente sia i principi fondamentali della disciplina del pegno sia quelli societari⁽⁴⁰⁾.

Secondo l'orientamento prevalente in giurisprudenza, la legittimazione all'impugnazione spetta unicamente al soggetto titolare del diritto di voto e quindi, salva diversa pattuizione, al titolare del diritto parziario e più precisamente al creditore pignoratizio o all'usufruttuario (Cass. 18 novembre 1961, n. 2689, Picerni c. Carozzeria Romanazzi, in *Banca borsa, tit. cred.*, 1962, II, 46; Trib. Firenze, 3 marzo 1964, Giannelli c. Società Selt Valdarno, in *Riv. dir. comm.* 1965, II, 315; Trib. Messina, 28 dicembre 1985, Cincotta c. Pumex s.p.a.,

⁽³⁹⁾ Ai sensi del 2° comma dell'art. 2377 per il quale "le deliberazioni che non sono prese in conformità della legge o dell'atto costitutivo possono essere impugnate dagli amministratori, dai sindaci e dai soci assenti o dissenzienti (...)", appare evidente come solo questi siano i soggetti legittimati all'impugnazione.

⁽⁴⁰⁾ Si può dire in sostanza che la questione dell'individuazione del soggetto legittimato all'esercizio dei c.d. diritti amministrativi, nel caso in cui le azioni della società siano state date in pegno, costituisce momento di incontro e di sovrapposizione della disciplina generale del pegno con quella societaria. Conseguenza da ciò che ove quest'ultima venga ritenuta prevalente, i poteri riconosciuti al creditore saranno molto limitati in quanto "estraneo" al soggetto società. In coerenza con tale impostazione la norma contenuta nell'art. 2352 viene considerata norma di stretta interpretazione rimanendo quindi la legittimazione all'esercizio di tutte le posizioni soggettive diverse dal voto, in capo al socio debitore (cfr. MESSINEO, *Opposizione di merito a iscrizione di delibera d'assemblea nel registro delle imprese*, in *Studi di diritto delle società*, 1949, 87).

Dall'analisi dell'evoluzione della dottrina e della giurisprudenza, sembra emergere che solo di recente è stata compiuta una chiara opzione in favore della massima estensione della tutela delle ragioni dei creditori che ha comportato, a volte, il superamento dei principi societari (es inscindibilità).

in *Giur. comm.*, 1987, II, 159; Trib. Milano, 11 luglio 1994, Capriotti c. Acme International s.p.a., in *Giur. it.*, 1995, II, 2, 830) ⁽⁴¹⁾.

Le argomentazioni addotte a sostegno di tale impostazione sono riconducibili a due ordini di considerazioni. La prima si basa sul principio della comproprietà dell'azione (art. 2347, 1° comma), per il quale non è consentita la legittimazione disgiunta di più soggetti all'esercizio dei diritti sociali. Ed infatti, si afferma, "il legislatore ha voluto, per una evidente semplificazione di rapporti, evitare che più soggetti siano legittimati all'esercizio dei diritti sociali, tanto vero che, nel caso di comproprietà di azioni, richiede che gli interessati designino un rappresentante comune che è il solo soggetto che ha il potere di esercitare i diritti sociali" (Trib. Firenze, 3 marzo 1964, Giannelli c. Società Selt Valdarno, in *Riv. dir. comm.*, 1965, II, 315) ⁽⁴²⁾.

La seconda argomentazione si basa sul presupposto che il diritto d'impugnazione è diritto "conseguente" al diritto di voto di modo che la legittimazione ad impugnare le deliberazioni assembleari annullabili non può

⁽⁴¹⁾ Tale impostazione prevale anche in dottrina sulla base della stretta connessione del potere di impugnazione con il diritto di voto risultante dalla disciplina posta dal legislatore nell'articolo 2377, 2° comma: cfr. ASQUINI, *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, in *Riv. dir. comm.* 1947, I, 12; GRAZIANI, *Diritto delle società*, Napoli, 1969, 264; COTTINO, *Diritto commerciale*, Cedam, 1994, 390. Si sostiene infatti che in mancanza di una espressa disposizione contraria, la privazione del diritto di voto comporta anche la privazione del potere di impugnazione, da considerarsi come una proiezione del primo.

In particolare DI SABATO, *Manuale delle società*, Utet, 1994, 334 afferma come "sia da escludere che i diritti in questione (diritto d'intervento, d'impugnativa ecc.) spettino disgiuntamente anche al soggetto privo del voto (il socio nell'ipotesi legale) in quanto la società non è tenuta a subire l'esercizio dei diritti sociali da parte di più soggetti per le stesse azioni (art. 2347)".

⁽⁴²⁾ Tale argomentazione non risulta pienamente condivisibile dato che in caso di pegno od usufrutto di azioni non si viene a creare una situazione di comproprietà fra socio debitore e creditore. Infatti il socio che costituisce in pegno le proprie azioni ne rimane titolare a tutti gli effetti sia pure con alcune limitazioni derivanti dal diritto di garanzia.

Più corretto risulta allora negare la possibilità di una legittimazione disgiunta all'impugnativa sulla base del principio dell'inscindibilità dell'azione. Per tale principio, infatti, la partecipazione azionaria costituisce "un'unica titolarità complessa e inscindibile, un rapporto unitario, non la somma di più titolarità o di più diritti separati o separabili": di conseguenza l'esercizio disgiunto del diritto d'impugnazione fra il socio debitore e il creditore pignoratizio risulta in evidente contrasto con tale principio. Tale tesi è stata formulata da VISENTINI B., voce *Azioni di società*, in *Enc. dir.*, Milano, 1959, 967 il quale, di conseguenza, ha sostenuto che nel caso del pegno su azioni ogni potere sociale non può essere esercitato che da un solo soggetto, escludendosi la possibilità che essi vengano esercitati collettivamente o disgiuntamente da più persone.

essere disgiunta da quella di esercizio del voto. E' infatti, orientamento consolidato che "se il voto, che costituisce il diritto più importante e il momento di maggior rilievo nella gestione societaria, è riservato all'usufruttuario (o al creditore pignoratizio), non vi sono plausibili motivi perché una regola diversa debba valere per i diritti amministrativi minori, quale quello di impugnazione, che al diritto di voto è strutturalmente connesso" (Trib. Messina, 28 dicembre 1985, Cincotta c. Pumex s.p.a., in *Giur. comm.*, 1987, II, 159) (43).

Non sono mancate, peraltro, decisioni di segno diverso.

Parte della giurisprudenza, risentendo dell'opinione della dottrina, ha riconosciuto la facoltà di impugnativa, in maniera disgiunta, sia al socio debitore sia al creditore pignoratizio (Trib. Roma, 5 giugno 1968, Canesi c. Canesi s.p.a., in *Giur. mer.*, 1969, I, 168 e, come *obiter dicta*, Trib. Napoli, 17 settembre 1971, F.M. c. Amministratori e sindaci della s.p.a. R. (decreto), in *Dottr. e giur.*, 1972, 940) (44).

In particolare, nella prima di tali decisioni, premesso che molto spesso "il creditore pignoratizio può restare indifferente ed astenersi perciò dall'affrontare gli oneri e

(43) Nel caso di specie era accaduto che un socio nudo proprietario, insieme ad altri soci, aveva impugnato per motivi di presunta nullità ed annullabilità alcune deliberazioni assembleari. La società convenuta aveva in via preliminare eccepito il difetto di legittimazione dato che l'attore era nudo proprietario delle azioni, escluse come tali dal diritto di voto e non aveva pertanto titolo per impugnare le deliberazioni.

Il Tribunale, per quanto d'interesse, dichiarò la carenza di legittimazione ad impugnare (ex art. 2377) dei soci nudi proprietari "con la sola eccezione delle deliberazioni giuridicamente inesistenti o di quelle nulle per illiceità o impossibilità dell'oggetto che possono essere impuginate da qualsiasi interessato (art. 2379)".

(44) Secondo autorevole orientamento dottrinario, infatti, dato che l'attribuzione legale del diritto di voto al creditore pignoratizio trova fondamento esclusivamente sull'esigenza di assicurargli la difesa delle proprie ragioni creditizie, e non invece nel suo interesse alla partecipazione sociale, afferma che il diritto d'impugnativa spetta congiuntamente ad entrambe le parti del rapporto di garanzia. Peraltro, tenendo presente il diverso profilo funzionale per il quale tale diritto può esser esercitato (e cioè nel caso del creditore la tutela dell'effettività della garanzia; nel caso del socio l'interesse allo svolgimento dell'attività sociale nel pieno rispetto della disciplina legale), alcuni autori ritengono che il voto favorevole precluda la possibilità di impugnativa (ASCARELLI, *Riflessioni in tema di titoli azionari*, cit., 398, nota 29; SERRA, *In tema di usufrutto di azioni e di impugnazione di deliberazione assembleare annullabile*, in *Riv. dir. comm.* 1965, II, 315), mentre altri lo ritengono esercitabile indipendentemente dalle modalità del voto (DI FRANCIA, *Pegno di azioni e legittimazione ad impugnare le deliberazioni assembleari*, in *Giur. merito*, 1969, I, 168; RIVOLTA, *Pegno e usufrutto di quote di società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. comm.*, 1961, I, 227).

l'alea di un giudizio al cospetto di deliberazioni sì illegittime ma che secondo i suoi calcoli, non incideranno sul valore delle azioni in misura tale da lasciare scoperta una parte del proprio credito o i cui effetti negativi, potranno manifestarsi soltanto dopo che egli avrà conseguito il soddisfacimento del credito stesso", si è evidenziato come all'opposto il socio debitore potrebbe invece sempre avere interesse ad impugnare la delibera assembleare per cercare di evitare un danno di cui *"egli solo ne risentirebbe, più o meno grave e a scadenza più o meno lunga"* (Trib. Roma, 5 giugno 1968, cit.).

Da ciò consegue che la legittimazione disgiunta all'impugnazione della delibera assembleare viene fatta discendere dai diversi interessi sottostanti ⁽⁴⁵⁾ di cui risultano portatrici le parti del diritto reale di garanzia: rispetto al creditore pignoratizio, prevalendo il profilo dominicale a tutela dell'effettività della garanzia, il legislatore ha espressamente riconosciuto il diritto di voto; per il socio debitore, continuando a sussistere l'interesse sociale alla legittimità dell'attività sociale in generale, e delle delibere assembleari in particolare, non vi è ragione per escludere una sua legittimazione sostitutiva ad impugnare le deliberazioni assembleari ⁽⁴⁶⁾.

Tale diversità viene usata anche per smentire la connessione fra diritto di voto e legittimazione all'esercizio degli altri diritti amministrativi in capo al creditore pignoratizio. Il diritto di voto, infatti, è attribuito dall'art. 2352 unicamente per l'esigenza di fornire al creditore pignoratizio uno strumento

⁽⁴⁵⁾ Interessi entrambi meritevoli di tutela e non necessariamente confliggenti che si distinguono "per le differenti dimensioni delle prospettive in rapporto alle quali ciascun soggetto valuta la convenienza di certe iniziative e opera le scelte conseguenti" (Trib. Roma, 5 giugno 1968, cit.).

⁽⁴⁶⁾ Non sembra che dal testo del 5° comma dell'art. 33 Reg. Consob approvato con delibera n. 11768 del 23 dicembre 1998 e successivamente modificato con delibera n. 12497 del 20 aprile 2000 il quale, con riferimento ai diritti indicati negli artt. 2367 (convocazione dell'assemblea su richiesta della minoranza), 2377, 2416 (impugnazione delle delibere assembleari annullabili), 2395 (azione individuale di responsabilità), 2408, 2409 (denuncia al collegio sindacale e al tribunale), 2422 (di ispezione dei libri sociali), prevede la legittimazione al rilascio della certificazione necessaria per l'esercizio di tali diritti sia in capo al socio sia in capo al soggetto in favore del quale è costituito il vincolo, possano risultare risolti tutti i dubbi circa l'attribuzione della legittimazione all'esercizio dei relativi diritti sociali. Ed infatti, se da un lato risulta come entrambi i soggetti siano legittimati alla richiesta della certificazione, indispensabile per l'esercizio dei diritti sociali indicati nel testo del 5° comma, dall'altro nulla si dice espressamente circa la loro attribuzione dato che si rinvia all'esercizio dei diritti "di rispettiva spettanza".

La previsione inoltre per la quale "nel caso di richiesta da parte di entrambi i soggetti legittimati, l'intermediario annoterà in ciascuno dei due certificati rilasciati l'esistenza dell'altro esemplare" sembra sottintendere che in tal modo la società emittente o la pubblica autorità sia in grado di evitare l'esercizio disgiunto dei relativi diritti.

specifico per la conservazione della garanzia e la sua titolarità non è suscettibile di interpretazioni estensive a casi analoghi ⁽⁴⁷⁾.

La possibilità di impugnazioni inutili o poste in essere al solo fine di arrecare un'inammissibile turbamento all'ordinato svolgimento dell'attività sociale, per tale impostazione, è evitata dal fatto che l'autonoma legittimazione del socio ad agire per l'annullamento delle deliberazioni illegittime (o presunte tali), viene comunque subordinata al presupposto dell'assenza dall'assemblea o del voto contrario del creditore pignoratizio e all'onere del deposito di almeno un'azione, come prescritto dall'art. 2378, 2° comma ⁽⁴⁸⁾.

Orientamento giurisprudenziale del tutto minoritario, infine, risulta essere quello secondo il quale il soggetto legittimato ad impugnare la delibera assembleare è il solo socio (Trib. Milano, 17 febbraio 1955, Cella c. Longoni Marisa 1953 s.r.l., in *Giur. it.* 1955, I, 2, 397; Trib. Roma, 13 dicembre 1962, Soc. Apic s.p.a., in *Riv. dir. comm.*, 1963, 249). Tale tesi si basa sulla valorizzazione esclusiva del dato letterale contenuto nell'art. 2377 che riconosce tale diritto esclusivamente al socio assente o dissenziente.

Nel caso affrontato dal Tribunale di Milano 17 febbraio 1955, cit., si trattava di un'impugnazione di una delibera assembleare adottata con il voto favorevole dei creditori pignoratizi il cui pegno non risultava annotato nei libri sociali. Per questo motivo il loro voto non venne ritenuto vincolante per i soci debitori, e quindi a costoro venne riconosciuto il diritto di impugnare la relativa delibera assembleare.

Ha formulato considerazioni di carattere più generale, Trib. Roma, 13 dicembre 1962, cit., secondo il quale “per effetto dell'art. 2352, il creditore pignoratizio acquista la legittimazione all'esercizio del diritto di voto nei

⁽⁴⁷⁾ In particolare viene invocato il principio secondo cui le norme che fanno eccezione a regole generali non si applicano oltre i casi in esse considerate (art. 14 prel.).

In dottrina concorde FRÈ, in *Commentario al cod. civ.*, a cura di Scialoja Branca, Roma, 1962, 187.

⁽⁴⁸⁾ In tal senso: Cass. 2 agosto 1977, n. 3422, Jacometti c. Immobiliare Osculati s.p.a., in *Giur. comm.*, 1978, II, 24 esclude che le condizioni stabilite nell'art. 2377 possano essere derogate in caso di impugnativa da parte di chi non è possessore delle azioni.

confronti della società, ma non acquista i diritti ed i poteri inerenti alle azioni, che la legge riserva in modo esclusivo a colui che ha lo *status* di socio” (49).

La questione dell’individuazione del soggetto legittimato ad impugnare non si pone, invece, nel caso in cui debba essere esercitata l’azione di nullità (o di inesistenza), dato che questa, per espressa disposizione di legge, spetta a chiunque vi abbia interesse (art. 2379 cc. e art. 100 c.p.c.) (50).

In giurisprudenza, infatti, non vi sono opinioni discordanti circa il riconoscimento della piena legittimità di una tale azione proposta anche dal creditore pignoratizio (Cass. 3 dicembre 1984, n. 6300, *Compagnia Mediterranea di Assicurazione c. Credito Lombardo s.p.a.*, in *Nuova giur. civ. comm.* 1985, I, 437; Trib. Milano, 10 aprile 1989, *Vaselli c. Azienda Agricola S. Giuseppe s.p.a.*, in *Società* 1989, 1050) (51).

In particolare, nel caso affrontato da Cass. 3 dicembre 1984, n. 6300, cit., era accaduto che una società per azioni dopo aver sottoscritto parte di un aumento di capitale emesso da

(49) I giudici di Roma affermarono poi che “il socio, come si sa, partecipa agli utili della società ed alla quota di liquidazione (art. 2350), egli ha diritto di denunciare al collegio sindacale i dati che ritiene censurabili (art. 2408), e può denunciare al tribunale i sospetti di gravi irregolarità (art. 2409). Può promuovere azione individuale contro gli amministratori ai sensi dell’art. 2395 e può infine, impugnare le deliberazioni assembleari che non siano state prese in conformità della legge o dell’atto costitutivo (art. 2377). Tutti questi che spettano al socio come tale, nella sua qualità di titolare delle azioni, non spettano invece al creditore pignoratizio, al quale è riservato soltanto il diritto di voto da esplicarsi nell’ambito dell’assemblea”.

(50) In tal senso anche: RIVOLTA, *Pegno ed usufrutto di quote*, cit., 228; ANGELICI, *Della società per azioni, Le azioni*, in *Il Codice civile, Commentario*, diretto da Schlesinger Milano, 1992, 205, nota 35.

(51) Nel caso affrontato dai giudici di Milano, la delibera assembleare era stata impugnata per vizi di nullità dai soci nudi proprietari. La società convenuta chiese il rigetto dell’istanza sostenendo invece che, non trattandosi di nullità ma eventualmente di mero annullamento, gli attori risultavano privi di legittimazione dato che tale vizio può esser fatto valere solo da chi è titolare del diritto di voto.

Il tribunale, premesse alcune considerazioni sulla natura dei vizi denunciati ha affermato che, ai fini processuali, la domanda è stata correttamente presentata in quanto “nel caso di pegno o di usufrutto di azioni è sicuramente esperibile l’azione di nullità per l’illiceità dell’oggetto della delibera sia da creditore pignoratizio e dall’usufruttuario come dal socio, anche tenuto conto delle caratteristiche proprie dell’azione di nullità, la quale secondo i principi generali può esser fatta valere da chiunque vi abbia interesse”.

una società controllata, si era rivolta ad un istituto di credito per ottenere il finanziamento necessario a pagare il sovrapprezzo delle azioni sottoscritte. A tal fine aveva consegnato alla banca le azioni, appena sottoscritte, a titolo di pegno.

A seguito della dichiarazione di insolvenza della società debitrice, la banca agì in giudizio per ottenere il risarcimento dei danni da parte della società emittente le azioni date in pegno impugnando per illiceità dell'oggetto le deliberazioni di approvazione del bilancio e di aumento del capitale sociale.

I giudici di legittimità, confermando la decisione d'Appello che aveva accolto le ragioni dell'istituto di credito, ribadirono che l'azione di nullità può essere esercitata dal soggetto che ha ricevuto in pegno le azioni in quanto posta a tutela di interessi generali non disponibili dalle parti.

Nel caso concreto poi, l'interesse alla dichiarativa di nullità delle deliberazioni di approvazione dei bilanci falsi e dell'aumento di capitale discende anche dalla circostanza che "la verità del bilancio è posta anche a tutela dei creditori della società e dei terzi che ricevono in pegno le azioni della medesima società; e quindi essi hanno interesse a rimuovere la situazione di obiettiva incertezza in ordine alla validità degli atti della società che attengono a momenti essenziali della sua vita (le delibere sui bilanci), o ad elementi della sua struttura costitutiva (l'ammontare del capitale sociale)".

3.3. - Segue: c) I diritti strumentali al voto.

Per quanto riguarda la legittimazione all'esercizio dei diritti amministrativi c.d. strumentali al voto (diritto di chiedere la convocazione assembleare; diritto d'intervento; diritto di rinvio; diritto di discussione), non risulta possibile individuare con certezza un orientamento giurisprudenziale consolidato ⁽⁵²⁾.

Particolarmente significativa, a tal proposito, è la disputa circa il riconoscimento, in capo al socio debitore o al creditore pignoratizio, del diritto di chiedere agli amministratori la convocazione dell'assemblea (art. 2367) ⁽⁵³⁾.

Un primo orientamento, infatti, ne afferma l'esclusiva titolarità del socio debitore essenzialmente in base a due argomentazioni: la prima letterale, in quanto nell'art. 2367 viene fatto riferimento al solo socio; la seconda sostanziale, in quanto con l'attribuzione al creditore pignoratizio del potere di convocare l'assemblea (e quindi con la possibilità per costui di stabilire l'ordine del giorno), si verrebbe a verificare un'inammissibile interferenza nella gestione della società non corrispondente all'esigenza di tutela della garanzia pignoratizia (Trib. Roma, 29 novembre 1956, De Gaillard c. Soc. Mago s.p.a., in *Banca borsa, tit. cred.*, 1956, II, 590; Trib. Roma, 13 dicembre 1962, Soc. Apic, in *Riv. dir. comm.*, 1963, II, 249; Trib. Milano, 18 marzo 1994, Banca Cesare Ponti s.p.a.

⁽⁵²⁾ Il riconoscimento, infatti, della legittimazione all'esercizio di uno di questi diritti risente dell'interpretazione della norma contenuta nell'art. 2352 che, come detto, se viene considerata di carattere eccezionale, esclude la possibilità di un ricorso all'analogia per attribuire al titolare del diritto reale di garanzia l'esercizio degli altri diritti amministrativi.

⁽⁵³⁾ Per la disciplina positiva i soci della società non quotate che rappresentano almeno il quinto del capitale sociale, possono domandare agli amministratori la convocazione dell'assemblea indicando nella domanda gli argomenti da trattare. Convocazione che dovrà essere effettuata senza ritardo a meno che gli amministratori la ritengano inutile, ripetitiva o immotivata (Trib. Milano, 22 marzo 1990, in *Società*, 1990, 775).

Il diritto di convocazione dell'assemblea, per le società con azioni quotate, è disciplinato anche nell'art. 125 D. Lgs. n. 58/98 il quale prevede un quorum più limitato (almeno il 10% del capitale o la minore percentuale stabilita nell'atto costitutivo) ed un preciso termine entro il quale gli amministratori debbono procedere alla convocazione dell'assemblea (30 giorni) a meno che non la ritengano opportuna nell'interesse della società.

(ordinanza), in *Società*, 1994, 1539) ⁽⁵⁴⁾. Tale ultima argomentazione, non appare del tutto convincente.

In primo luogo, infatti, solo dal contenuto concreto dell'ordine del giorno sarà possibile stabilire se gli argomenti indicati costituiscono un'indebita interferenza nella gestione della società oppure rappresentino questioni inerenti alla tutela dell'effettività della garanzia. Non si può negare, infatti, che in tale ultima esigenza possano rientrare l'ipotesi di convocazione dell'assemblea per l'approvazione del bilancio, per la riduzione del capitale sociale a seguito di perdite (artt. 2446–2447) e più in generale nelle ipotesi in cui gli amministratori o i sindaci, obbligati per legge, non vi abbiano provveduto ⁽⁵⁵⁾.

In secondo luogo, poi, data la connessione fra diritto di convocazione dell'assemblea e diritto di voto, per la quale il primo è meramente strumentale al secondo, non appare corretto sostenere che ove l'assemblea fosse chiamata a deliberare su un ordine del giorno indicato dal creditore, questi verrebbe a perdere tale veste per assumere quella di socio così illegittimamente intromettendosi nella gestione della società ⁽⁵⁶⁾. Ciò che, infatti, viene in rilievo per evitare un'inammissibile interferenza nella gestione della società, non è tanto il contenuto dell'ordine del giorno o il soggetto che lo ha formato, quanto piuttosto il modo in cui il voto viene manifestato in assemblea. Se infatti, questo verrà dato nel rispetto del principio di buona amministrazione e di conservazione del valore delle azioni, appare evidente l'irrilevanza soggettiva di colui che ha convocato l'assemblea.

⁽⁵⁴⁾ A favore della spettanza di tale diritto al socio, ma con diverse argomentazioni: FERRI, *Pegno di quote sociali e convocazione dell'assemblea*, in *Riv. dir. comm.*, 1963, II, 250 per il quale il diritto di convocazione dell'assemblea non è un diritto inerente all'azione sulla quale è stato costituito il diritto di garanzia ma è un potere sociale riservato ad una minoranza qualificata al verificarsi di determinati presupposti oggettivi.

Il creditore pignoratizio per la tutela dell'effettività della propria garanzia potrà utilizzare altri strumenti quali per esempio, nei confronti del socio debitore quello ex art. 2743 e, nei confronti degli amministratori e/o sindaci l'azione di responsabilità ex art. 2395.

⁽⁵⁵⁾ Cfr. Trib. Roma 28 gennaio 1980, in *Foro it.*, 1980, I, 811.

⁽⁵⁶⁾ Contro tale pericolo si è espresso Trib. Milano, 14 gennaio 1997, cit., secondo il quale “il pericolo che il creditore pignoratizio espropri il debitore dall'amministrazione della società è, da un lato, insito nella funzione di garanzia del soddisfacimento del credito e, d'altro canto, è bilanciato dall'obbligo del creditore pignoratizio di amministrare con diligenza il diritto di voto e dalla connessa responsabilità per danni causati volontariamente alla società e ai soci”.

Appare più corretto, di conseguenza, l'orientamento giurisprudenziale che riconosce la legittimazione alla convocazione dell'assemblea al creditore pignoratizio e cioè al soggetto legittimato al diritto di voto essendo il primo strumentale al corretto esercizio del secondo (Trib. Roma, 28 gennaio 1980, Ist. Bancario italiano (decreto), in *Foro it.*, 1980, I, 811). In particolare, Trib. Milano, 14 gennaio 1997, Mizzau Ennio, in *Giur. it.*, 1998, I, 309, ha affermato che "il diritto di voto non ha alcun contenuto se non è posto in condizioni di esprimersi, e quindi che, per la indispensabile connessione tra voto e riunione assembleare, l'iniziativa per la convocazione dell'assemblea costituisce un accessorio imprescindibile del diritto di voto".

Per quanto riguarda gli altri diritti amministrativi c.d. minori (diritto d'intervento, diritto d'informazione, diritto di chiedere il rinvio dell'assemblea), anche quella parte della dottrina e della giurisprudenza orientata ad interpretare restrittivamente la portata dell'art. 2352, ne riconosce comunque l'attribuzione al creditore pignoratizio sulla base della stretta connessione con il diritto di voto ⁽⁵⁷⁾.

Di recente, in senso contrario, si è espressa Cass. pen. 9 giugno 1998, n. 6809, in *Società*, 1999, 71, con riferimento al riconoscimento del diritto d'informazione e controllo in favore di un creditore pignoratizio di quote di una società a responsabilità limitata priva del collegio sindacale (art. 2489) ⁽⁵⁸⁾.

La fattispecie giunta all'attenzione dei giudici di legittimità è stata la seguente: una società per azioni ottiene, a garanzia del proprio credito, in pegno le quote di una s.r.l. detenute dalla società debitrice. L'amministratore di diritto della società debitrice, amministratore di

⁽⁵⁷⁾ In tal senso: VISENTINI, voce *Azione*, cit., 1001; FERRARA – CORSI, *Gli imprenditori*, cit., 422, nota 7; DI SABATO, *Manuale*, cit., 307; FERRI, *Pegno di quote sociali*, in *Riv. dir. comm.*, 1963, 249; FOSCHINI, *Diritto dell'azionista all'informazione*, Giuffrè, 1959, 154. COSTI, *Note sul diritto di informazione e di ispezione del socio*, in *Riv. soc.*, 1963, 113 afferma che "qualora sull'azione insista un diritto di pegno e di usufrutto i diritti d'informazione e di ispezione competono disgiuntamente all'azionista da un lato, e, all'usufruttuario e al creditore pignoratizio dall'altro".

In giurisprudenza: Cass. 15 marzo 1986, n. 1309, *La Cos 77 s.r.l. c. Ist. di credito casse di risp.*, in *Foro it.*, 1986, I, 3054 secondo cui "il creditore pignoratizio non solo ha diritto, ma anche l'obbligo di usare tutti quegli strumenti per vigilare sul buon andamento dell'amministrazione della società allo scopo di proteggere l'integrità del patrimonio sociale e dunque, tramite questo, il valore delle quote pignorate".

⁽⁵⁸⁾ La sentenza deve essere segnalata, fra l'altro, perché ribadisce implicitamente l'orientamento giurisprudenziale ormai prevalente secondo la quale l'art. 2352 è applicabile anche alle quote di srl.

fatto anche della società a responsabilità limitata, in accordo con i soci di quest'ultima, procede alla convocazione dell'assemblea senza informare il creditore pignoratizio e, sfruttandone l'assenza, fa assumere alcune deliberazioni assai pregiudizievoli per l'effettività della garanzia (in particolare approvazione del bilancio contenente spese tali da "svuotare" il patrimonio della s.r.l.).

In conseguenza di tutto ciò la società titolare del pegno su quote denuncia, fra l'altro, l'amministratore per il reato di cui all'art. 2623, n. 3 sostenendo l'illegittimità del suo comportamento dato che gli avrebbe impedito di esercitare il controllo sulla gestione e sui libri sociali riconosciuto espressamente dalla legge al socio (art. 2489) ma che, in caso di pegno, spettano anche al creditore pignoratizio.

I giudici di legittimità hanno escluso la rilevanza penale della condotta dell'amministratore in quanto, dato che il diritto di controllo spetta al socio come tale ed indipendentemente dall'esercizio del diritto di voto in assemblea, è stato affermato che "il creditore pignoratizio, pure nel caso in cui abbia diritto di voto, rimane sempre estraneo alla compagine sociale, non è socio e non ha diritto al controllo a questi attribuito dal Codice civile. Il controllo del creditore pignoratizio con diritto di voto, avente carattere "esterno" siccome finalizzato alla tutela della propria garanzia, attiene piuttosto alle scelte sociali e viene esercitato solo mediante la partecipazione alle deliberazioni dell'organo assembleare" (59).

(59) I giudici di legittimità peraltro non sono stati gli unici ad operare una lettura dell'art. 2352 "restrittiva" secondo la quale il trasferimento del diritto di voto al creditore pignoratizio è di carattere eccezionale non suscettibile d'interpretazione analogica. In tal senso infatti, si sono pronunciati: Trib. Milano, 17 febbraio 1955, in *Giur. it.*, 1955, 397; Trib. Roma, 6 dicembre 1956, in *Temi rom.*, 1957, 102. Più di recente Trib. Milano, 18 marzo 1994, in *Società*, 1994, 1539, ha affermato che "il diritto di voto attribuito dall'art. 2352 al creditore pignoratizio è di natura negoziale e non è sufficiente a far acquistare al suo titolare i diritti ed i poteri inerenti alle azioni che la legge riserva in via esclusiva a chi ha lo status di socio".

Conto tale interpretazione possiamo ricordare: GIANNATTASIO, *Del diritto di voto nel pegno di quote di società a responsabilità limitata*, in *Giust. Civ.*, 1962, I, 275.

In particolare GIUFFANTI, *Diritto del creditore pignoratizio a chiedere la convocazione di assemblea*, in *Società*, 1997, 1053, risulta favorevole ad un ampio riconoscimento all'esercizio dei diritti sociali da parte del creditore pignoratizio dato che "il possesso della cosa e la possibilità di uso, laddove necessaria, non sono sufficienti a garantire al creditore la conservazione del valore di un bene immateriale di secondo grado quale una quota sociale, dato che le scelte assunte in assemblea si ripercuotono, inevitabilmente, anche a livello patrimoniale e/o reddituale. (...) il creditore è, quindi, interessato sia alla conservazione degli *asset* costituenti il patrimonio, sia alla conservazione della competitività aziendale, intesa in senso ampio quale elemento determinante di redditività".

La Corte, quindi, è giunta all'assoluzione dell'amministratore sulla base di una concezione sanzionatoria-privatistica del diritto penale considerato cioè esclusivamente come avente la funzione di rafforzare i precetti civilistici. Secondo tale impostazione, infatti, l'applicazione del precetto penale deve avvenire sulla base della rigorosa adesione alle soluzioni "civilistiche" che nel caso di specie risultano essere quelle favorevoli ad un'interpretazione restrittiva e letterale dell'art. 2352 che esclude il riconoscimento al creditore pignoratizio dell'esercizio dei diritti sociali diversi da quello di voto ⁽⁶⁰⁾.

Tale impostazione, sulla base di quanto detto in precedenza, non è assolutamente condivisibile. Il diritto d'informazione e di controllo risulta infatti strettamente inerente al corretto esercizio del diritto di voto e rientra quindi nel naturale ambito funzionale della garanzia del pegno.

⁽⁶⁰⁾ In generale per i rapporti fra norma penale e norma civile: ANTOLISEI, *Diritto Penale, Parte speciale*, 1992, I, 217; MANTOVANI, *Diritto Penale, Delitti contro il patrimonio*, 1989, 54.

3.4.- Segue: d) il diritto di denuncia al collegio sindacale e al Tribunale.

Il diritto di denuncia al Tribunale in caso di gravi irregolarità nella gestione della società, in base del testo normativo (art. 2409) risulta attribuito solamente ai soci che rappresentano almeno un decimo del capitale sociale ed al pubblico ministero ⁽⁶¹⁾. Anche rispetto all'esercizio di tale diritto, pertanto, nel caso in cui le azioni del socio debitore siano state costituite in pegno, è sorta la questione dell'individuazione del soggetto legittimato al suo esercizio. Essa appare più complessa di quella relativa all'attribuzione dei c.d. diritti amministrativi minori in quanto, mentre per questi ultimi la loro strumentalità al corretto esercizio del diritto di voto è tale per cui risulta facilmente argomentabile la loro titolarità in favore del creditore pignoratizio, non altrettanto può dirsi per i diritti di denuncia al collegio sindacale o all'Autorità giudiziaria (artt. 2408-2409). Di conseguenza, il loro riconoscimento in assenza di precise indicazioni legislative, in favore dell'uno o dell'altro dei soggetti del rapporto obbligatorio, risente della prevalenza che ai loro interessi (quello della tutela della garanzia o quello alla corretta gestione della società), viene data dall'interprete.

In giurisprudenza, l'orientamento prevalente, attribuisce la legittimazione esclusiva di denuncia delle gravi irregolarità, al socio debitore (Trib. Milano, 30 marzo 1988, in *Società*, 1988, 857; Trib. Roma, 23 febbraio 1988, Lanari c. Icir s.p.a., in *Giur. comm.*, 1989, II, 272; Trib. Roma, 28 marzo 1994, in *Impresa*, 1994, 2700; Trib. Como, 10 giugno 1998, Dam s.r.l., in *Società*, 1999, 89) ⁽⁶²⁾.

⁽⁶¹⁾ Nelle società con azioni quotate nei mercati regolamentati, la quota di capitale necessaria per la legittimazione alla denuncia al collegio sindacale e al Tribunale, è notevolmente più limitata, risultando necessario, nel primo caso, almeno il 2% del capitale, nel secondo, almeno il 5% (contro il 10% previsto nell'art. 2409): cfr. art. 128 D.lgs. n. 58/98.

⁽⁶²⁾ In passato, conformi, anche se con riferimento all'ipotesi di usufrutto sulle azioni: App. Torino, 5 dicembre 1969, (decreto) in *Dir. fall.* 1970, II, 658, afferma che "L'azionista che abbia dato in pegno le proprie azioni non perde la legittimazione a proporre la denuncia ex art. 2409. La sostituzione del creditore pignoratizio all'azionista è, infatti, prevista dall'art. 2352, solo per l'esercizio del diritto di voto e tale principio eccezionale non è suscettibile di applicazione estensiva"; Trib. Milano, 6 luglio 1974, in *Giur. comm.*, 1974, II, 614; Trib. Roma, 26 febbraio 1988, in *Riv. dir. comm.*, 1989, II, 407

Le motivazioni a sostegno di tale impostazione possono essere così riassunte:

1) sulla base di argomentazioni di carattere processuale, è stato sottolineato come il procedimento ex art. 2409 non tenda a risolvere un contrasto fra diritti soggettivi e pertanto “la legittimazione a proporre la denuncia non può che derivare esclusivamente dalla legge, dovendosi abbandonare nell’ipotesi in esame la comune nozione di legittimazione applicabile nel processo contenzioso di cognizione, che presuppone invece in capo ai soggetti che agiscono, la titolarità di situazioni giuridiche idonee a trovare reintegrazione e tutela nel giudizio. In tal guisa, occorre ritornare all’argomento letterale, rilevando che il legislatore ha provveduto ad indicare i soggetti ai quali esclusivamente è attribuito il potere di attivare il procedimento individuando solo nei soci che rappresentano una determinata porzione del capitale, e nel P.M.” (Trib. Roma, 23 febbraio 1988, cit.);

2) sulla base di argomentazioni di carattere societario, “dal principio generale di inscindibilità, posto dagli artt. 2347 e 2352, in forza del quale ciascun diritto o potere sociale, non può essere esercitato che da un solo soggetto individualmente, escludendosi quindi la possibilità di un esercizio collettivo o disgiunto da parte di più soggetti, dei diritti sociali” (Trib. Roma, 23 febbraio 1988, cit.; Trib. Como, 10 giugno 1998, cit.);

3) sulla base della natura eccezionale della norma che attribuisce il diritto di voto al creditore pignoratizio (art. 2352), la quale non è suscettibile d’interpretazione analogica al fine di riconoscere a costui la legittimazione all’esercizio degli altri diritti amministrativi.

Nel caso affrontato da Trib. Como, 10 giugno 1998, cit., era accaduto che a seguito della denuncia di gravi irregolarità effettuata dal P.M. e dal conseguente avvio del procedimento ex art. 2409, avevano presentato domanda di intervento tre soggetti non dotati

In dottrina: TEDESCHI, *Il controllo giudiziario sull’amministrazione delle società di capitali*, Padova, 1965, 334, afferma che per l’attribuzione della legittimazione alla denuncia al tribunale “non ha peso decisivo il fatto che ai soci spetti oppure non il diritto di voto, in quanto la legittimazione a presentare la denuncia per gravi irregolarità non è necessariamente collegata con il potere di votare. Si deve notare anche che l’art. 2352 conferisce (...) al creditore pignoratizio soltanto il diritto di voto, non le altre facoltà che permangono al socio. (...) Comunque oltre che per tali motivi, l’usufruttuario e il creditore pignoratizio non potrebbero proporre la denuncia perché ‘non soci’”. Nello stesso senso: CERAMI, *Il controllo giudiziario sulle società di capitali*, Milano, 1954, 68; MESSINEO, *Studi di diritto delle società*, Milano, 1969, 86; DI FRANCIA, cit., 173.

della qualità di socio ma in base ad una legittimazione che ritenevano derivargli dal loro interesse alla regolarità della gestione sociale. Questi erano: il titolare del diritto di pegno (e di voto) sulla totalità delle azioni; il creditore sequestratario di una parte del capitale sociale; un terzo creditore della società oggetto del procedimento.

Il Tribunale ha escluso la legittimazione di tutte le domande di intervento presentate.

In particolare i giudici di Como hanno affermato che la presunta legittimazione all'azione, ex art. 2409, del creditore pignoratizio, fondata sulla attribuzione legale del diritto di voto "è insostenibile alla luce della natura di norma eccezionale, di stretta interpretazione, dell'articolo 2352. Si tratta di una deroga alla regola generale e fondamentale che lega il diritto di voto allo *status* di socio, deroga stabilita dal legislatore nel solo caso di costituzione di pegno e di usufrutto. Tale evidente eccezionalità della previsione, coerente con il principio di indivisibilità del diritto di voto, non consente alcun trasferimento di diritti o di poteri diversi rispetto a quelli espressamente previsti. La legittimazione ex art. 2409 non è né necessariamente collegata al diritto di voto, né può considerarsi un diritto analogo o comunque riconducibile ad esso, ed anzi non assimilabile agli ordinari diritti sociali. Se ne deve concludere che mentre il diritto di voto può essere oggetto di trasferimento per legge o per accordo tra le parti, il potere di denuncia sia in realtà indisponibile" **(63)**.

Orientamento giurisprudenziale minoritario riconosce, invece, una concorrente legittimazione del socio e del titolare del diritto di usufrutto o di pegno in quanto si ritiene la legittimazione alla denuncia delle gravi irregolarità sia indispensabile al fine della conservazione della garanzia (Trib. Napoli, 17

(63) Nello stesso provvedimento è stata anche esclusa la legittimazione del creditore pignoratizio (come anche del creditore particolare del socio e del creditore sequestrante), ad agire in via surrogatoria (art. 2900) a fronte di un comportamento inerte del socio debitore essendo l'azione surrogatoria "univocamente preordinata a garantire le ragioni economiche del creditore, essendo un mezzo di conservazione della sua garanzia e quindi del patrimonio del debitore, non può essere utilizzata per fini diversi da quelli meramente connessi alla sua natura conservativo-cautelare" mentre invece quella ex art. 2409 non è finalizzata al conseguimento di una utilità patrimoniale per il socio debitore ma solo ad un controllo sulla regolarità dell'amministrazione e della gestione della società.

agosto 1971 (decreto), in *Dottr. e giur.* 1972, 940; App. Catania, 19 luglio 1986, Patti (decreto), in *Società* 1986, 1367) (64).

Di recente, in tal senso, si è espresso anche Trib. Milano, 16 luglio 1993, (decreto) in *Società e dir.* 1994, 2, 7 secondo cui *“il requisito che assume rilevanza per attribuire la legittimazione al ricorso a norma dell’art. 2409, è la titolarità del diritto di voto in quanto è espressivo del maggiore dei diritti amministrativi connessi al possesso delle azioni. (...) Non appare ragionevole presumere, sul semplice fondamento dell’espressione letterale usata dalla legge, che il potere previsto dall’art. 2409 competa in via esclusiva ai soci, quando essi si siano spogliati del diritto di godimento delle azioni, per effetto di limitazione di natura reale e non vi siano motivi per escludere una concorrente legittimazione di coloro i quali, in virtù della costituzione di un vincolo di natura reale sulle partecipazioni sociali, acquisiscono la titolarità di tutti i diritti direttamente derivanti dalle azioni”*.

In particolare, quindi, secondo tale impostazione, la legittimazione disgiunta del socio (debitore o nudo proprietario) e del titolare del diritto parziario (creditore pignoratizio o usufruttuario), è coerente con la circostanza che l’azionista seppur privato per legge del diritto di voto mantiene ugualmente l’interesse sia alla legittimità delle deliberazioni assembleari (e quindi il diritto d’impugnativa), sia al controllo sull’andamento della gestione. Di conseguenza risulta impensabile che i poteri di denuncia al collegio sindacale e al tribunale

(64) In tal senso: RIVOLTA, *Pegno ed usufrutto di quote*, cit., 225; GIUFFRÈ, *Puntualizzazioni in tema di controllo giudiziario delle società ex art. 2409*, in *Dir. e giur.*, 1972, 940; COSTI, *Note sul diritto d’informazione*, cit., 113.

Tale impostazione risulta, peraltro, in evidente contraddizione con i principi di indivisibilità ed inscindibilità delle azioni in quanto permette un esercizio disgiunto del medesimo diritto.

A tal proposito SMIROLO BONGIORNO, *Rassegna delle principali questioni in tema di controllo giudiziario delle società di capitali secondo l’art. 2409*, in *Dir. fall.*, 1957, I, 226 che riconosce la legittimazione alla denuncia ex art. 2409 sia ai soci sia all’usufruttuario o al creditore pignoratizio solo *de jure condendo* in quanto la disciplina del procedimento e la natura degli interessi ad esso sottostanti sono tali da rendere indubitabile la titolarità esclusiva del solo socio (debitore o nudo proprietario).

In giurisprudenza, in passato, Trib. Napoli, 17 luglio 1971, cit., riconosciuta in caso di inerzia del creditore pignoratizio o dell’usufruttuario, la legittimazione sostitutiva all’impugnazione di eventuali delibere assembleari viziati da parte del socio, aveva sottolineato come *“a maggior ragione deve ritenersi in ordine agli altri poteri di controllo che la legge concede al socio (art. 2432-2408-2409) che non possono esser ritenuti di spettanza esclusiva dell’usufruttuario e del creditore pignoratizio in ragione del loro potere di gestione; ma deve ammettersi al contrario, per essi l’esercizio disgiunto da parte sia dell’azionista sia dell’usufruttuario (o del creditore pignoratizio) a tutela dei rispettivi interessi, anche agli effetti della responsabilità di questi ultimi nei confronti del primo, in quanto gestori delle azioni”*.

(artt. 2408-2409) possano spettare in esclusiva al creditore o all'usufruttuario (65).

(65) Nel caso affrontato dal Tribunale di Napoli si afferma che per l'eseribilità della denuncia al Tribunale mentre per il creditore pignoratizio è necessario che la sua legittimazione risulti anche mediante deposito delle azioni, dato che questa discende dall'esercizio del diritto di voto in assemblea (art. 2370), non altrettanto ciò vale per il socio. in primo luogo per ragioni pratiche dato che il socio-debitore ne risulta temporaneamente privo dato che le ha conferite in pegno; di poi perché tale adempimento non è richiesto dall'art. 2409 che si limita a richiedere il possesso di una determinata parte del capitale sociale (1° comma).

3.5.- Segue: e) Il diritto di recesso

Per quanto riguarda l'attribuzione del diritto di recesso pacifica è l'opinione secondo la quale tale diritto, nel caso di costituzione del pegno, spetti al socio ⁽⁶⁶⁾.

Tale legittimazione discende, non solo dalla circostanza che l'art. 2347 parla di "socio dissenziente", ma soprattutto dalla circostanza che se il legislatore ha espressamente riconosciuto al socio debitore la titolarità del diritto d'opzione al fine di preservare e tutelare la misura della sua partecipazione all'interno della società (art. 2352, 3° comma), a maggior ragione è evidente come al socio e solo a costui deve essere data la possibilità di porre fine al vincolo associativo ⁽⁶⁷⁾.

A tale considerazione si può giungere peraltro anche sulla base della disciplina generale del pegno. Il riconoscimento infatti, del diritto di recesso al creditore, risulta in contrasto con il divieto d'uso del bene dato in pegno se non necessario alla sua conservazione (art. 2792, 1° comma).

Per quanto riguarda le modalità operative di tale diritto bisogna tener presente che il suo esercizio potrebbe esser reso difficoltoso per il breve termine a disposizione del socio per portare a conoscenza della propria volontà, la società. Ciò in particolare è evidente nel caso in cui il diritto di voto spetti al creditore tenendo presente che secondo la giurisprudenza consolidata,

⁽⁶⁶⁾ Cfr. PRESTI, *Questioni in tema di recesso nelle società di capitali*, in Giur. comm., 1983, I, 105 il quale ribadisce l'orientamento per il quale l'esercizio del recesso da parte del socio è subordinato al voto dissenziente del titolare del diritto reale ai sensi dell'art. 2437, 1° comma; PARTESOTTI, *Usufrutto e pegno di azioni*, cit., 325; GRAZIANI, *Diritto delle società*, cit., 271.

⁽⁶⁷⁾ Rispetto al diritto di recesso si potrebbe porre la questione se le parti del rapporto obbligatorio potessero con apposita convenzione, attribuirne la sua titolarità al creditore pignoratizio. In assenza di specifica giurisprudenza sul punto, sembra da escludersi la validità di un simile patto che produrrebbe l'effetto di trasferire la proprietà delle azioni al creditore.

la dichiarazione di recesso deve essere portata a conoscenza della società, e non solo inviata, entro il breve termine previsto nel 2° comma dell'art. 2347⁽⁶⁸⁾.

Per quanto riguarda, infine, la sorte della garanzia nel caso in cui il socio debitore decida di recedere dalla società, appare evidente come il vincolo reale si venga a trasferire sulla somma ottenuta dal socio a titolo di rimborso delle azioni⁽⁶⁹⁾.

3.6.- Segue: f) Il diritto di opzione

La titolarità del diritto d'opzione viene riconosciuta, dalla legge, al socio (debitore o nudo proprietario). Nel caso in cui tale diritto non venga esercitato, è previsto che esso verrà alienato dal creditore pignoratizio "per conto del socio medesimo a mezzo di un agente di cambio o di un istituto di credito" (art. 2352, 2° comma).

La questione che si è posta nella prassi è quella di stabilire se il pegno o l'usufrutto si estendano automaticamente alle nuove azioni acquistate oppure, in caso di mancato esercizio dell'opzione, alla somma riscossa per la sua alienazione.

Tale questione è stata affrontata prevalentemente con riferimento all'estensione del diritto reale di godimento ma le argomentazioni usate a

⁽⁶⁸⁾ Cfr. Cass. 3 gennaio 1998, n. 12, Zeus Sud s.p.a. c. Sardi, in *Giur. Comm.*, 1999, II, 245.

⁽⁶⁹⁾ Cfr. ANGELICI, *Le azioni*, cit., 210; RIVOLTA, *Pegno ed usufrutto di quote*, cit., 234.

Da notare che tale modificazione dell'oggetto della garanzia avviene anche nel caso di riduzione del capitale per esuberanza: anche in questo caso, infatti, la garanzia si estenderà sulle somme che il socio otterrà a seguito del rimborso delle azioni vincolate.

sostegno delle diverse soluzioni possono essere utilizzate anche nel caso del diritto di pegno.

L'orientamento prevalente risulta essere quello per il quale, in considerazione del fatto che l'opzione rappresenta l'effettiva consistenza patrimoniale della quota azionaria e che pertanto usufrutto e pegno debbono abbracciarla nella sua interezza, i diritti reali di godimento o di garanzia si estenderanno anche sulle nuove azioni o sulla somma ricavata in caso di alienazione del diritto d'opzione ⁽⁷⁰⁾

Tale estensione viene riconosciuta, peraltro, nei soli limiti in cui è necessaria per la conservazione della garanzia ⁽⁷¹⁾. Essa, infatti, non riguarda tutte le azioni optate o l'intera somma ricavata dall'alienazione del diritto ma solo una parte di queste, determinata nella differenza fra il valore patrimoniale delle vecchie azioni e quello di emissione dei nuovi titoli. In tal modo il valore della garanzia rimane uguale a quello precedente all'operazione di aumento di capitale dato che il pegno risulterà costituito su un numero di azioni il cui prezzo complessivo di mercato risulta uguale a quello delle azioni in precedenza emesse ⁽⁷²⁾.

⁽⁷⁰⁾ In tal senso: ASQUINI, *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, cit., 29; MESSINEO, *Aumento di capitale e azioni date in pegno*, in *Studi di diritto delle società*, Milano, 1969, 148; ASCARELLI, *Diritto d'opzione e usufrutto di azioni*, in *Riv. trim. dir. civ. proc. civ.*, 1949, 286; NOBILI, *Contributo allo studio del diritto d'opzione nelle società per azioni*, Milano, 1958, 281; più di recente MEO, *Usufrutto azionario e azioni optate: considerazioni su un vecchio problema*, in *Giur. comm.* 1988, I, 705.

⁽⁷¹⁾ Bisogna infatti tenere presente che nel caso di aumento di capitale il valore di mercato delle azioni, specialmente se quotate, subisce un ribasso del loro prezzo. In tal senso: NOBILI, cit., 282; ASCARELLI, *Diritto d'opzione e usufrutto*, cit.,

⁽⁷²⁾ Tale estensione trova il proprio fondamento nelle disposizioni contenute negli artt. 1998 e artt. 2795 e 2803 e tutela nel modo migliore i diversi interessi del creditore e del socio debitore: cfr. Nobili, cit., 284.

La tesi contraria è stata sostenuta evidenziando il carattere oneroso della sottoscrizione e quello di utilità aleatoria dell'opzione ai sensi dell'art. 1998, 3° comma. In tal senso: FERRI, *Usufrutto di azioni e assegnazione di azioni*, in *Dir. prat. com.*, 1943, 49; BIGIAMI, *Estensione dell'usufrutto alla azioni optate*, in *Riv. trim. dir. civ. proc. civ.*, 1947, 584; COTTINO, *Diritto commerciale*, cit., 391; BARBERO, *L'usufrutto e i diritti affini*, Milano, 1952, 135

3.7. - Segue: g) Il diritto agli utili

Per quanto riguarda la spettanza degli utili nel caso in cui sulle azioni sia stato costituito il pegno, questi spettano al creditore non risultando in dubbio l'applicabilità della norma contenuta nell'art. 2791 ⁽⁷³⁾. Tale disciplina risulta, poi, applicabile anche nel caso in cui il diritto reale venga a costituirsi nel corso dell'esercizio sociale, in considerazione della finalità propria del pegno che è quella di assicurare la soddisfazione del credito.

Nel caso in cui, invece, il pegno sulle azioni venga a cessare poco prima della chiusura dell'esercizio sociale e della distribuzione degli utili, questi non spetteranno al creditore mancando per costui il titolo giuridico alla loro riscossione.

⁽⁷³⁾ La legittimazione esclusiva del creditore pignoratizio alla percezione degli utili deliberati, in caso di pegno su azioni dematerializzate, risulta anche dal 3° comma dell'art. 33 Reg. Consob ai sensi del quale "nel caso di pegno (...) legittimato ad avanzare la richiesta avente ad oggetto l'esercizio dei diritti di cui agli artt. 2351, 2372, 2376, 2415 (...), è il creditore pignoratizio".

