



CORSO DI LAUREA IN GIURISPRUDENZA

Cattedra di Diritto Privato Comparato

Close Corporation nel Diritto Statunitense.

Un'analisi comparatistica.

RELATORE

Prof.ssa Barbara Santa De Donno

CORRELATORE

Prof. Domenico Benincasa

CANDIDATO

Alberto Bucchini

Matr. n. 133613

Anno Accademico 2022/2023

Alla mia famiglia

INDICE

<i>Introduzione</i>	<i>p. 1</i>
Capitolo Primo – Il fenomeno delle “ <i>close corporation</i> ” e il caso del Delaware	
1. Il Diritto Societario Statunitense: un inquadramento generale	3
2. La <i>public corporation</i> come modello societario tipico dell’economia capitalistica	6
3. La <i>close corporation</i> : genesi e sviluppo	11
4. Il Delaware come principale “stato di incorporazione” nell’ordinamento statunitense	18
Capitolo Secondo – <i>Close corporation</i> : disciplina	
1. Nozione e caratteri fondamentali del modello	20
2. La <i>Delaware General Corporation Law</i> e la “ <i>statutory close corporation</i> ”	22
2.1. Procedimento costitutivo ed acquisizione dello <i>status</i> di <i>close corporation</i>	24
2.2. Rinuncia e perdita dello <i>status</i>	25
3. Limiti alla trasferibilità delle azioni	26
3.1. “ <i>Stock transfer restrictions</i> ”: fattispecie legali	31
3.2. Il canone della ragionevolezza: aspetti pratici e ipotesi legali	34
4. La <i>governance</i> societaria e gli <i>shareholder agreement</i>	36
Capitolo Terzo – Problemi di <i>agency</i> e rimedi normativi	
1. La teoria contrattualistica della <i>corporation</i> e il modello “ <i>principal-agent</i> ”	41
2. Le <i>close corporation</i> e la “ <i>minority oppression</i> ”	45
3. Il ruolo degli <i>shareholder agreement</i> nella prevenzione dei conflitti	50
4. “ <i>Option to dissolve</i> ”	52
5. Situazioni di stallo nei processi decisionali: il “ <i>deadlock</i> ”	54
6. La <i>Business Judgment Rule</i> e i “ <i>fiduciary duties</i> ”	56
Capitolo Quarto – Un’analisi comparatistica: il raffronto con le società a responsabilità limitata	
1. Inquadramento ed evoluzione storica del modello	62
2. Le quote di partecipazione al capitale e l’elemento personalistico	65
3. Modelli alternativi di <i>governance</i> societaria	67

	<i>p.</i>	
4. I meccanismi di tutela delle minoranze societarie		70
<i>Conclusioni</i>		73
<i>Bibliografia generale</i>		77

INTRODUZIONE

Nei principali ordinamenti della tradizione giuridica occidentale, è noto come la struttura organizzativa delle società a base capitalistica sia andata delineandosi attorno ad un modello tipico contrassegnato dai seguenti elementi distintivi: (a) *personalità giuridica*, (b) *responsabilità limitata*, (c) *libera trasferibilità delle quote di partecipazione*, (d) *gestione centralizzata*, (e) *proprietà in capo agli investitori*.

Le caratteristiche appena individuate, proprie della “*corporate form*” e quindi della “*public corporation*” statunitense, si rinvennero in Italia nello schema approntato dal codice civile per le società per azioni, e insieme costituiscono la veste formale più congeniale a quelle imprese di grandi e grandissime dimensioni che vedono nel sistematico appello ai mercati azionari la principale fonte cui attingere i capitali necessari allo svolgimento delle relative attività.

È altrettanto evidente che negli stessi ordinamenti, in epoche diverse e all’esito di processi evolutivi peculiari a seconda che ci si trovasse in un contesto di *common law* ovvero di *civil law*, si è avvertita l’esigenza di affiancare al modello base di cui si è detto una tipologia societaria che combinasse i tratti fondamentali testé richiamati con una maggiore valorizzazione di elementi di tipo personale.

Il diritto societario, per effetto di fenomeni fisiologici di progressiva trasformazione, nelle varie esperienze è andato pertanto adattandosi al fine di rispondere in concreto anche alle istanze delle numerosissime realtà economiche “minori”, che per la ridotta ampiezza della compagine sociale e per la differente entità del volume patrimoniale da sempre avevano manifestato necessità e problematiche specifiche del proprio ambito.

Tenendo fermi l’attributo della *personalità giuridica* e il beneficio della *responsabilità limitata*, e nell’ottica di approntare una disciplina che sotto certi aspetti guardasse ai meccanismi tipici delle *società di persone*, si è quindi assistito all’elaborazione di forme societarie dalla struttura più snella e da una regolamentazione più flessibile, la cui introduzione ha fin da subito incontrato il favore degli operatori economici.

In alcuni casi, sul piano normativo ciò si è tradotto nella previsione di deroghe e deviazioni anche vistose dagli elementi che tradizionalmente erano considerati imprescindibili rispetto allo schema delle società di capitali, in particolare per ciò che attiene alla *trasferibilità delle quote* e alla *gestione centralizzata*.

Nella prospettiva di enfatizzare il dato personalistico, in luogo del regime di libera circolazione hanno acquisito rilievo i divieti al ricorso al pubblico risparmio e le limitazioni al trasferimento delle quote, così

come la possibilità di predisporre sistemi alternativi di amministrazione che attribuissero alle persone dei soci poteri di governo sempre più ampi.

In particolare, oggetto della presente trattazione sarà approfondire la disciplina elaborata nell'ordinamento statunitense per il modello delle "*close corporation*", che proprio in virtù del loro carattere "chiuso" presentano peculiarità e danno luogo a problematiche spesso assai distanti rispetto a ciò che si verifica contestualmente al modello classico delle *corporation* cosiddette "*public*".

Pertanto, dopo un generale inquadramento del diritto societario statunitense all'interno del sistema di *common law* in cui esso si colloca, si darà conto della genesi e della successiva evoluzione della forma societaria di cui si tratta, evidenziando il ruolo di primo piano a tal proposito rivestito dall'autonomia statutaria e dalla giurisprudenza delle Corti statali.

Nel secondo capitolo, verrà posta l'attenzione sulla normativa che alle *close corporation* è riservata nell'ambito della legislazione societaria del Delaware, che notoriamente risulta essere lo Stato d'incorporazione di gran lunga più importante per numero di società e rilevanza delle stesse.

Il terzo capitolo, invece, sarà incentrato sull'applicazione al contesto delle *close corporation* della cosiddetta "*agency theory*", che permetterà di evidenziare le criticità che in tale ambito possono manifestarsi con riferimento ai potenziali conflitti tra soci di maggioranza e soci di minoranza. Di seguito, ampio spazio sarà dedicato alla trattazione degli strumenti correttivi approntati dal diritto per far fronte ai suddetti problemi.

Il quarto capitolo, infine, opera in chiave comparatistica un raffronto tra la tipologia delle *close corporation* e quella delle *società a responsabilità limitata* dell'ordinamento italiano, mettendo in luce analogie e differenze tra due modelli che, sebbene assimilabili per una comune impostazione di fondo, risentono in maniera non trascurabile dei sistemi giuridici e dei retaggi culturali di cui sono figli.

CAPITOLO PRIMO

Il fenomeno delle “close corporation” e il caso del Delaware

1. Il Diritto Societario Statunitense: un inquadramento generale

Una trattazione, seppur generale, del diritto delle società negli Stati Uniti d’America non può prescindere dal preliminare inquadramento di tale esperienza nel contesto giuridico in cui essa si colloca: uno *stato federale* e un sistema di *common law*.

Gli ordinamenti federali sono infatti contraddistinti dalla coesistenza sul piano legislativo, giurisdizionale e amministrativo di un livello statale e un livello federale, le cui rispettive competenze sono ripartite a livello costituzionale.

Negli Stati Uniti, in base all’articolo 1, sez. 8¹ e al decimo emendamento alla Costituzione², il Congresso federale legifera nelle materie ad esso espressamente attribuite dalla Costituzione, mentre i singoli Stati hanno competenza residuale nei restanti casi.

Ed è proprio nell’ambito della competenza statale che rientra la disciplina delle società, ad esclusione dei profili patologici attinenti al fenomeno della *bankruptcy*, i quali sono trattati uniformemente a livello federale nel *Bankruptcy Code*.

Si osservi, peraltro, che negli anni la normativa federale è intervenuta in maniera sempre più penetrante in settori che storicamente erano rimasti avulsi dalla sua sfera d’intervento. Si segnalano, a questo proposito, per le società quotate disposizioni anche stringenti in materia di procedimento assembleare, di revisione contabile e informazione societaria, di acquisto e vendita dei titoli azionari, e, in particolare con il *Sarbanes - Oxley Act* del 2002, di *corporate governance*³. Stabilendo standard minimi e norme inderogabili, il principale obiettivo è quello di garantire il corretto andamento dei mercati finanziari e di tutelare gli interessi di quanti operano negli stessi⁴.

¹ Costituzione Federale degli Stati Uniti, Art.1, Sez. 8, 1787: “Il Congresso avrà il potere: [...] di regolare il commercio con i Paesi stranieri, tra gli Stati e con le tribù indiane (c.d. “*commerce clause*”, N.d.A.)”.

² Costituzione Federale degli Stati Uniti, Em. X, 1791: “I poteri che la costituzione non attribuisce agli Stati Uniti né inibisce agli Stati, sono riservati ai singoli Stati o al popolo (c.d. “*clausola dei poteri residui*”, N.d.A.)”.

³ Luca Enriques, “Diritto societario statunitense e diritto societario italiano: In weiter Ferne, so nah”, *Giurisprudenza Commerciale* 2007, p. 279.

⁴ Tom C. W. Lin, “A Behavioral Framework for Securities Risk”, *Seattle University Law Review* 2012, p. 34.

Il quadro d'insieme, pur con un'apprezzabile omogeneità delle diverse esperienze⁵, vede quindi una costellazione di tante discipline, quanti sono gli Stati che compongono l'Unione, con il corollario che per ogni società andrà applicato il diritto vigente nel particolare Stato di "incorporazione". Si consideri, a questo proposito, che lo stato di incorporazione non necessariamente coincide con quello in cui le imprese hanno la propria sede operativa e in cui coltivano i propri interessi commerciali, potendo godere, in sostanza, della libertà di scegliere quale sia il diritto che meglio si adatti alle proprie caratteristiche ed esigenze.

Si tratta della cosiddetta "*Internal Affair Doctrine*", in base alla quale le questioni interne a una società (costituzione, organizzazione, rapporti tra la stessa, i soci, gli amministratori) sono regolate dal diritto dello Stato di incorporazione.

Se un sistema così delineato si inserisce all'interno di un contesto giuridico fortemente caratterizzato come il *common law*, a venire in considerazione è anche il ruolo di primo piano rivestito dalle Corti statali, operanti nella duplice veste di *judge* e *lawmaker*. Generalmente organizzata su tre livelli (Tribunali di Prima Istanza, Corti d'Appello, Corte Suprema, al di là delle differenti denominazioni assunte nei singoli Stati⁶), la giurisdizione statale contribuisce infatti con le proprie decisioni all'interpretazione e integrazione delle norme vigenti, e, anche nella particolare materia di cui si tratta, al continuo aggiornamento del *diritto vivente*.

Volendo descrivere per sommi capi le caratteristiche dei modelli organizzativi dell'impresa più utilizzati nell'ambito dell'ordinamento statunitense, una prima e fondamentale distinzione è quella che vede le *partnership* da una parte, e le *corporation* dall'altra, le quali, pur non essendo riferibili ad una medesima nozione di "società", vengono in considerazione quali archetipi dei principali schemi giuridici a disposizione per l'esercizio in comune di un'attività economica.

Attraverso la costituzione di una *corporation*, ed è questo l'elemento di maggior rilievo, si dà vita ad un ente cui l'ordinamento attribuisce personalità giuridica distinta dalle persone dei soci, nonché autonomia patrimoniale perfetta.

La nozione di *partnership*, invece, allude al rapporto di collaborazione intercorrente tra i *partner* e scaturente dal relativo accordo stipulato in vista di un profitto economico, dal quale, però, l'idea di una persona giuridica separata dai contraenti rimane del tutto estranea.

Un'ulteriore tipologia, introdotta per la prima volta nel 1977 nello stato del Wyoming ed ampiamente diffusasi nei decenni successivi, è poi costituita dalla *limited liability company*⁷, entità legalmente

⁵ A questo proposito, si segnala l'importante ruolo rivestito dal *Model Business Corporation Act (MBCA)*, elaborato inizialmente nel 1928 dall'*American Bar Association* e successivamente aggiornato e modificato, al quale aderiscono 36 Stati. Pur non avendo efficacia vincolante, esso fornisce standard e modelli di riferimento a cui i legislatori statali tendono ad uniformarsi.

⁶ Henry J. Abraham, "The Judicial Process. An Introductory Analysis of the Courts of United States, England and France", Oxford University Press 1998, pp 152-157.

⁷ Joseph A. McCahery, Erik P. M. Vermeulen, "Corporate Governance of Non-Listed Companies", Oxford University Press 2008, p. 109.

riconosciuta che pur non essendo dotata di personalità giuridica e non essendo “*incorporated*” al pari della *corporation*, a questa può essere accomunata quanto al regime di responsabilità patrimoniale previsto per i suoi membri.

Mentre la sottoscrizione di un accordo di *partnership* comporta una responsabilità illimitata e solidale dei *partner* per le obbligazioni sociali (di tutti, nella *general partnership*, dei soli *general partners* nella *limited partnership*, ove i *limited partners* rispondono limitatamente ai rispettivi conferimenti), gli strumenti della *limited liability company* e della *corporation* attribuiscono a contraenti e azionisti il beneficio della responsabilità limitata, con la conseguenza che eventuali creditori della società non possono avanzare nei loro confronti alcuna pretesa.

Il cosiddetto “*legal entity status*”, che la legge attribuisce alle *LLC*, è infatti indispensabile affinché la stesse possano essere titolari di diritti e obblighi, nonché dispongano della capacità di stare in giudizio. Parimenti, esso viene in rilievo quale scudo necessario per fare in modo che gli *asset* riferibili all’ente risultino protetti, e dunque non aggredibili, dagli eventuali creditori particolari dei suoi membri.

Ulteriore profilo che contribuisce a rendere significativamente vantaggiosa la costituzione di una *LLC* è il particolare regime tributario che ad essa può essere applicato. Ai fini fiscali, infatti, per una *LLC* è possibile accedere allo schema tipico delle *partnership*, basato sull’assunto che queste ultime altro non sono che una mera aggregazione di individui, i quali distribuiscono tra loro i profitti dell’impresa.

A condizione del rispetto dei requisiti all’uopo stabiliti dall’ *Internal Revenue Code*⁸, quindi, anche una *LLC* può essere considerata alla stregua di una *pass-through entity*, ossia un’entità cosiddetta “trasparente”: ciò implica che i redditi della stessa verranno in considerazione in quanto redditi dei suoi membri, eludendo in tal modo il meccanismo della “doppia tassazione”⁹. Dal 1° gennaio 1997, infatti, si applica alle *LLC* la “*check the box regulations*”, a mente della quale gli enti non “*incorporated*” vengono tassati per trasparenza a meno che non si elegga espressamente il regime proprio delle *corporation*.

La suddivisione del capitale sociale in azioni, con la possibilità di circolazione e offerta al pubblico delle stesse, è una delle caratteristiche che differenziano la *corporation* dalla *LLC*.

Assimilabile alla “società per azioni” del diritto italiano, con quest’ultima la *corporation* condivide la classica distinzione tra azionisti, che detengono quote di capitale e proporzionalmente ad esse condividono la proprietà della società, e amministratori, ai quali è demandata la gestione dell’impresa.

La differente ampiezza della base azionaria, con ciò che ne consegue sul piano finanziario e della *corporate governance*, è criterio di demarcazione tra due ulteriori possibili manifestazioni del fenomeno della *corporation*: la *publicly held corporation*, società di grandi dimensioni con azioni diffuse e scambiate tra il

⁸ Vedi *infra* cap. 2, par. 3.2.

⁹ “Stati Uniti: tassazione di una Limited Liability Company”, Tayros Consulting 2023. <https://tayros.bg/index.php/2023/09/16/8309/>

pubblico, e la *closely held corporation*, entità a base azionaria ristretta i cui titoli non possono circolare sui mercati regolamentati.

Dal punto di vista fiscale, implicazioni di non secondaria importanza conseguono all'assunzione degli alternativi regimi "di tipo C" o "di tipo S". Ad una sostanziale omogeneità strutturale di queste due tipologie di *corporation*, si accompagna infatti un trattamento fiscale diametralmente opposto: mentre le prime, proprio in considerazione della *legal personality*, subiscono la cosiddetta "doppia imposizione", le seconde possono essere considerate delle *pass-through entities*, con i relativi proventi che vengono tassati soltanto una volta che sono stati distribuiti come utili ai soci.

A disciplinare questi aspetti, come si accennava, è l'*Internal Revenue Code* del 1986, che nei suoi 11 sottotitoli racchiude la normativa fiscale federale degli Stati Uniti. In particolare, ai sensi del Sottocapitolo S del Capitolo 1, per poter eleggere ed accedere allo status di *S-corporation* una società deve rispettare alcuni requisiti, tra cui quello che limita a non più di 100 il numero complessivo degli azionisti.

Dal punto di vista lessicale, le denominazioni "*closely held corporation*", "*closed corporation*" e "*close corporation*" vengono indifferentemente utilizzate per designare il medesimo fenomeno, anche se autori risalenti accennano alle leggere divergenze di significato connesse all'uso di un termine piuttosto che di un altro. In particolare, come sostiene O'Neal¹⁰, la definizione "*closely held*" rimanda al numero limitato degli azionisti, ove il participio passato "*closed*" enfatizza gli ostacoli all'ingresso di nuovi *shareholder* nella ristretta compagine sociale.

2. La *public corporation* come modello societario tipico dell'economia capitalistica

Tra gli Stati americani, le prime legislazioni commerciali iniziarono ad essere implementate all'inizio del XIX secolo, in un contesto in cui un'economia in rapida espansione era ancora in larga parte dominata dalla presenza di imprese di piccole e medie dimensioni.

Entità di questo genere tendevano ad organizzarsi sotto forma di *partnership* o di *sole proprietorship*, la "ditta individuale" della tradizione di *common law*, ancora oggi utilizzata. La costituzione di una *corporation* era invece vincolata all'ottenimento di una speciale autorizzazione da parte delle autorità statali, in molti casi a fronte della presentazione di progetti ritenuti di pubblico interesse (come servizi bancari e assicurativi, società stradali e ferroviarie)¹¹.

In un saggio del 1832, Joseph K. Angell e Samuel Ames definivano la *corporation* "un corpo intellettuale, creato dal diritto, costituito da individui riuniti sotto una comune denominazione, i cui membri si succedono l'un l'altro, cosicché il corpo rimane lo stesso, indipendentemente dall'avvicinarsi delle persone che lo compongono, e che a certi fini può essere considerato alla stregua di una persona fisica"¹².

¹⁰ R.J. Eckert, D.R. Wellens, "A Comparison of the Close Corporation Statutes of Nevada, Delaware and New York", *University of Miami Law Review* 1969, p. 516.

¹¹ Naomi R. Lamoreaux, "Partnerships, Corporations, and the Theory of the Firm", *The American Economic Review* 1998, p.66.

¹² Joseph K. Angell, Samuel Ames, "A Treatise on the Law of Private Corporations Aggregate", *Lawbook Exchange* 2005, p. 92.

Uno schema così delineato contiene *in nuce* alcuni di quegli elementi distintivi che ancora oggi ritroviamo. Ad emergere, infatti, è un soggetto di diritto separato dai membri che con il loro accordo gli hanno dato vita, contraddistinto da continuità dell'esistenza indipendentemente dalle eventuali ed alterne vicende delle persone dei soci: il che equivale a riconoscere, seppure implicitamente, l'ulteriore attributo dell'autonomia patrimoniale.

Il modello della *partnership*, se da una parte garantiva flessibilità e un'ampia libertà dei soci di stabilire gli aspetti organizzativi e strutturali adattandoli di volta in volta alle proprie esigenze, dall'altra scontava la potenziale precarietà nel tempo del rapporto da cui essa scaturiva. Il venir meno del vincolo sociale alla morte di uno dei contraenti, così come al sopravvenire di una semplice manifestazione di volontà in tal senso da parte di uno essi, rappresentava un forte disincentivo all'ingresso di nuovi e potenziali investitori.

La responsabilità dei *partner* per eventuali debiti contratti dall'impresa non faceva che accentuare questa tendenza¹³.

A partire dalla seconda metà del secolo, il sistema della cosiddetta "*special incorporation*" iniziò ad essere sempre più avversato dagli operatori economici, desiderosi di poter accedere allo strumento della *corporation* senza dover necessariamente richiedere la "speciale autorizzazione" statale. Storici del diritto come L. M. Friedman danno conto, con riferimento a questo periodo, dell'ampia e diffusa corruzione legata al meccanismo delle autorizzazioni, dal cui ottenimento potevano derivare, di fatto, posizioni di monopolio¹⁴. Molti Stati, di conseguenza, intrapresero una politica di progressiva liberalizzazione, al fine di superare il vecchio schema ed approdare alla cosiddetta "*general incorporation*". Come riporta Susan B. Carter, alla fine degli anni Settanta del XIX secolo gran parte degli Stati avevano adeguato in tal senso le loro legislazioni societarie¹⁵.

In un regime di *general incorporation*, qualsiasi ente che soddisfi i requisiti prescritti dalla legge può assumere la forma societaria richiesta, che si rende quindi indistintamente disponibile alla platea dei consociati.

Ne consegue, e in effetti si verificò, una sempre più diffusa costituzione di imprese sotto forma di *corporation*, che nel 1904 arrivarono a rappresentare i due terzi delle imprese operanti nel settore manifatturiero¹⁶.

¹³ Harwell Wells, "The Raise of the Close Corporation and the Making of the Corporation Law", Berkley Business Law Journal 2008, p.16.

¹⁴ L. M. Friedman, "Storia del Diritto Americano", Giuffré Editore, Milano 1995, pp. 131-135.

¹⁵ Susan B. Carter, "Historical statistics of the United States: earliest times to the present", Cambridge University Press 2006, p.715.

¹⁶ M. Keller, "Regulating a New Economy: Public Policy and Economic Change in America 1900-1933", Harvard University Press 1996, p.86.

Inizialmente, accanto ad alcune grandi realtà, riconducibili principalmente alle compagnie ferroviarie e alle industrie tessili, continuarono a coesistere numerosissime *corporation* di dimensioni più ridotte, che costituivano la stragrande maggioranza. Nell'ambito di queste imprese, relativamente piccole e per lo più operanti ad un livello locale, i titolari di quote di capitale avevano la possibilità di controllare da vicino la vita della società, e di essere direttamente coinvolti nell'attività della stessa. Parimenti, con notevole frequenza poteva essere convocata l'assemblea dei soci, dando modo anche ai cosiddetti "*passive shareholder*" di valutare costantemente l'andamento dei propri investimenti¹⁷.

A cavallo tra i due secoli, si assiste però in tutta l'Unione all'emergere del "*Great Merger Movement*", fenomeno che in pochi anni fu capace di cambiare il volto e la struttura dell'economia americana.

Il consolidamento di metodi di produzione di massa, affermatosi con la Seconda Rivoluzione Industriale, aveva innescato un profondo sconvolgimento nelle dinamiche interne alle singole aziende. Gli elevati costi fissi connessi con l'implementazione delle nuove tecniche potevano infatti essere compensati soltanto da un aumento della capacità produttiva, che, in termini microeconomici, riducesse al minimo il costo unitario di produzione e massimizzasse i profitti. La concomitante crisi economica del 1893, onda lunga della prima "Grande Depressione" innescatasi vent'anni prima, contribuì a stimolare una concorrenza spietata tra i vari operatori, desiderosi di assicurarsi nei diversi settori sufficienti fette di mercato.

Per far fronte a queste problematiche, ne seguì una spinta senza precedenti verso la creazione di imprese di grandi dimensioni, nate dalla fusione orizzontale di società più piccole già esistenti o dalla incorporazione delle stesse da parte di società più grandi¹⁸. Per assecondare questa tendenza, alcuni Stati come il New Jersey inserirono nelle loro leggi la possibilità per una *corporation* di acquisire azioni di un'altra società, tant'è che si calcola che tra il 1895 e il 1904 più di 1800 piccole industrie del settore manifatturiero si aggregarono a formare 147 grandi imprese¹⁹.

All'inizio del XX secolo, l'economia statunitense appariva quindi dominata da un novero di grandi industrie, proiettate in una dimensione interstatale, costituite come *corporation*.

I titolari delle società partecipanti alle fusioni detenevano sotto forma di pacchetti azionari quote di capitale delle nuove società, che agli occhi degli investitori risultavano notevolmente più appetibili rispetto ad azioni in piccole imprese del comparto manifatturiero. Si noti, inoltre, che sono collocabili in questo periodo lo sviluppo e la definitiva affermazione su larga scala dei mercati finanziari, in una veste che, al di là dei differenti supporti tecnologici a disposizione, ben si avvicina a quella attuale. Il ricorso al mercato azionario, tramite quotazione su apposito listino, rappresentava per gli emittenti una fonte relativamente sicura di attrazione di nuovi capitali, e al tempo stesso offriva agli investitori nuove e notevoli opportunità di profitto.

¹⁷ Ralph Gomory, Richard Silla, "The American Corporation", Daedalus 2013, p.104.

¹⁸ Naomi R. Lamoreaux, "The Great Merger Movement in American Business", Cambridge University Press 1985, pp. 187-189.

¹⁹ Brian R. Cheffins, "Investor Sentiment and Antitrust Law as Determinants of Corporate Ownership Structure: The Great Merger Wave of 1897 to 1903", Berkeley Program in Law and Economics 2002 p. 8.

Nel periodo compreso tra il 1900 e il 1930, il numero di privati detentori di azioni in società quotate passò da mezzo milione a dieci milioni²⁰.

Di conseguenza, a livello di *corporate governance*, andò profilandosi la netta separazione tra *ownership*, in mano ad un indefinito numero di *shareholder*, e *management*, retto da un gruppo ristretto di amministratori dalla professionalità via via sempre più elevata, che garantivano alle imprese efficienza operativa e competitività²¹.

Gli autori Adolf Berle e Gardiner Means trattano approfonditamente questi argomenti nel loro saggio del 1932 “*The Modern Corporation and Private Property*”, da cui, per società di questo tipo, è invalsa la definizione di “*Berle-Means Corporation*”²².

Gli elementi distintivi che fino ad alcuni decenni prima erano stati rilevabili in una forma soltanto “embrionale” erano ormai giunti ad uno stadio di completa maturazione: il modello della *public corporation*, di qui in avanti, si renderà assoluto protagonista quale ideale schema giuridico di composizione dei diversi interessi in gioco nell’economia capitalistica.

Sul piano normativo, i legislatori statali avevano da sempre mantenuto un atteggiamento di “prudente apertura” nei confronti delle istanze via via emergenti dalla realtà economica, nell’ottica di un adeguamento che fosse in costante e attuale relazione con lo stato dei fenomeni: “i legislatori legiferavano basandosi semplicemente su ciò che vedevano”²³.

Con l’avvento del nuovo secolo Stati come il New Jersey, il Delaware e altri avviarono un processo di progressivo perfezionamento delle loro regolamentazioni, in una dinamica di “competizione” tra ordinamenti ingaggiata al fine di favorire la costituzione di nuove società sui rispettivi territori (e di evitare al tempo stesso la “fuga” di quelle già insediate). Come sostenuto da alcuni studiosi, ad incentivare gli Stati ad entrare in contesa erano soprattutto le considerevoli entrate fiscali derivanti dalle “incorporazioni”²⁴.

Ed è normale che in un simile contesto, di crescente predominanza delle grandi *public corporation*, proprio a queste e alle tematiche ad esse legate si rivolgesse l’attenzione dei *lawmaker*.

Se in un primo momento, come abbiamo visto sopra, si era intervenuti al fine di favorire lo sviluppo del fenomeno delle fusioni attraverso l’elaborazione di meccanismi che aggirassero la normativa *Antitrust*²⁵, a cavallo tra i due secoli l’obiettivo si spostò sulla concessione alle grandi società di una più ampia libertà operativa.

²⁰ Thomas R. Navin, Marian V. Sears, “The Rise of a Market for Industrial Securities, 1887-1902”, *The Business History Review* 1955, p. 134.

²¹ H. Wells, op. cit., p.21.

²² R. Gomory, R. Silla op. cit., p. 105.

²³ David Skeel, “Icarus in the Boardroom: The Fundamental Flaws in Corporate America and Where They Came From”, Oxford University Press 2005, p. 52.

²⁴ Ian Ayres, “Judging Close Corporations in the Age of Statutes”, *Washington University Law Review* 1992, p. 372.

²⁵ Uno degli impedimenti giuridici alla realizzazione delle fusioni, e che rientrava nella legislazione *Antitrust*, era il divieto per una società di acquisire azioni di un’altra società. Questo argine, come abbiamo visto, venne via via superato a partire dal 1889.

Il compiuto approdo alla *general incorporation*, che aveva fortemente contribuito alla liberalizzazione del modello societario di cui si tratta, non necessariamente era corrisposto ad un'apertura dei requisiti di costituzione richiesti dalla legge, che rimanevano stringenti.

L'imposizione di limiti alla capitalizzazione, così come di vincoli sul valore nominale delle azioni, erano d'intralcio allo sviluppo dimensionale delle aziende, retaggio di una concezione della realtà economica ormai superata.

In un contesto in cui in molti casi le proprietà risultavano "polverizzate" tra un numero crescente di azionisti, gran parte delle principali decisioni a livello societario erano inoltre ancora coperte dall'attribuzione agli *shareholder* di diritti di veto.

A ciò si aggiunga che la tradizionale dottrina cosiddetta "*Ultra Vires*", nonostante i non trascurabili effetti derivanti dalla sua applicazione, era ancora generalmente seguita dai tribunali nell'eventuale verifica *a posteriori* sulla correttezza degli atti d'impresa. Al di là delle differenti interpretazioni date dalle Corti a questa concezione²⁶, il rischio che le decisioni prese in nome della società potessero essere dichiarate invalide ed inefficaci era avvertito come un freno all'azione dei *manager*, i cui margini di discrezionalità risultavano in gran parte prestabiliti da quanto (esplicitamente o implicitamente) riportato nell'atto costitutivo.

Gli interventi legislativi approntati in questo periodo, e che caratterizzeranno la produzione normativa dei vari Stati per i primi tre decenni del Novecento, sono volti specificamente alla rimozione degli ostacoli che nei diversi ambiti limitavano l'operato degli amministratori, andando ad erodere, molto spesso, alcune delle prerogative che storicamente erano state appannaggio degli azionisti.

In buona sostanza, come rileva Harwell Wells: "nell'ambito della *corporation* il potere si spostò dalla sfera degli *shareholders* a quella del *Board of Directors*"²⁷.

Se questa era la tendenza dal punto di vista normativo, sul piano dottrinale l'interesse degli studiosi iniziò a concentrarsi sull'elaborazione di una valida teoria giuridica che potesse spiegare e tenere insieme gli elementi tipici della forma societaria ormai imperante.

All'inizio del secolo scorso, si sviluppò il dibattito tra i sostenitori della cosiddetta "*aggregate theory*" da una parte, e i promotori della "*entity theory*", dall'altra, con una netta preminenza di questi ultimi.

Sostenere che una *corporation* sia la risultante delle interazioni tra le persone dei suoi membri, o al contrario ritenere che essa nasca già distinta dal corpo degli *shareholder*, tesi che in effetti prevalse, significava attribuire dignità ad un modello ben preciso, disconoscendo tutto quanto da esso si discostasse.

²⁶ Per un approfondimento, si veda John E. Kennedy, "Corporations, Powers: Ultra Vires Problems Remaining after Legislative and Judicial Modification of the Doctrine", *Notre Dame Law Review* 1958.

²⁷ H. Wells, op. cit., p. 24.

3. La *close corporation*: genesi e sviluppo

E' in un simile contesto, e dal raffronto con il paradigma tipico sin qui delineato, che in via di fatto e in maniera del tutto autonoma iniziarono a definirsi i caratteri di un modello alternativo, una tipologia societaria che con la *public corporation* condividesse struttura di base e figure operative (suddivisione del capitale in azioni, compresenza di *shareholder* e *manager*), ma che da questa divergesse per dimensioni, organizzazione e per una particolare combinazione di ruoli e funzioni: la *close corporation*.

Nonostante la vertiginosa espansione dell'economia capitalistica avesse portato alla nascita di colossi del settore industriale, continuavano infatti ad esistere numerose imprese costituite da un novero ristretto di azionisti, il più delle volte su base familiare, i quali molto spesso erano direttamente coinvolti nella gestione della società. Realtà di questo tipo si trovavano nella condizione di dover sottostare a normative calibrate sul modello della *public corporation*, e perciò inadatte a rispondere alle loro esigenze.

In particolare, l'approdo legislativo in base al quale i poteri di controllo e gestione venivano trasferiti in blocco al livello del *Board of Directors*, a maggior ragione indeboliva gli azionisti di quelle società in cui, per le caratteristiche dimensionali e strutturali di cui sopra, i confini tra *ownership* e *control* erano marcati in maniera più labile.

Alla commistione tra *shareholder*, *director* ed *employee* all'interno della società, ruoli spesso rivestiti dalle medesime persone, si aggiunga la risultanza che entità di questo tipo raramente si rivolgevano al mercato azionario come forma di finanziamento, con la conseguenza che per un azionista poteva risultare poco agevole liquidare la propria partecipazione. Un azionista di minoranza, in sostanza, correva il rischio di ritrovarsi di fatto escluso dalla gestione dell'impresa, e contemporaneamente nell'impossibilità di uscire dalla stessa²⁸.

Come argomenta Joseph L. Weiner, tali soggetti erano alla ricerca di una forma di equilibrio che combinasse il beneficio della responsabilità limitata con i più flessibili meccanismi di *governance* tipici di una *partnership*²⁹. Una soluzione di questo genere, per la quale alcuni studiosi si erano spinti a coniare la definizione di "*incorporated partnership*"³⁰, avrebbe infatti permesso ai soci di concordare tra di loro, attraverso la stipula di accordi contrattuali, l'attribuzione di garanzie e diritti altrimenti non previsti.

Tentativi in questo senso, per lo meno in una prima fase, incontrarono il generale disfavore delle Corti chiamate a giudicarne validità ed efficacia: il contrasto con le norme imperative poste dalla legge era ritenuto insanabile.

²⁸ Ivi, p. 27.

²⁹ Joseph L. Weiner, "Legislative Recognition of the Close Corporation", Michigan Law Review 1929, p. 273.

³⁰ George D. Hornstein, "Stockholders' Agreements in the Closely Held Corporation", The Yale Law Journal 1950, p. 1040.

L'assetto organizzativo della *corporation*, come delineato dalle legislazioni societarie in vigore nei vari Stati, era infatti concepito come una struttura fissa. Il tentativo di venire incontro ed assecondare le istanze emergenti dalla realtà operativa delle società (in particolare, come abbiamo visto sopra, di quelle più grandi) aveva portato sì ad una maggiore apertura in alcuni ambiti specifici, ma sempre all'interno di uno schema rigido e predeterminato. Tutto ciò, per la concezione dell'epoca, era avvertito come un legittimo e necessario contraltare all'attributo dell'autonomia patrimoniale di cui le *corporation* godevano³¹.

Si riporta, a titolo di esempio, il celebre caso *Jackson vs Hooper* del 1909, che aiuta a comprendere l'atteggiamento adottato dai giudici (nella fattispecie, la *New Jersey Court of Chancery*) nei confronti delle proposte di deviazione dal modello offerto dagli *statutes*. Di seguito, brevemente, i fatti.

Nel 1902 Walter M. Jackson e Horace E. Hooper, precedentemente *partner* di una *partnership* avente come oggetto sociale la distribuzione e la vendita tramite abbonamento di enciclopedie, diedero vita ad una *corporation* per lo svolgimento della medesima attività. Al fine di soddisfare i requisiti di legge, si prevedeva nell'atto costitutivo la presenza di un consiglio d'amministrazione composto, oltre che dai due soci, da ulteriori tre soggetti estranei alla compagine azionaria.

Nelle intenzioni dei contraenti, questi ultimi avrebbero dovuto unicamente rivestire il ruolo di "amministratori fittizi", in quanto, come Jackson avrebbe sostenuto in sede di giudizio allegando specifico accordo, la gestione della società sarebbe dovuta rimanere, equamente ripartita, nelle mani dei due soci.

Il proposito era quello di adattare, attraverso uno "*shareholder agreement*", la classica struttura predefinita della *corporation* inserendovi alcune delle prerogative tipiche dei titolari di una *partnership*.

Quando poi, alcuni anni dopo, Hooper e gli altri estromisero Jackson dalla gestione, quest'ultimo citò in giudizio i primi invocando a proprio favore la validità dell'accordo.

La pretesa del ricorrente, puntualmente, fu negata. Particolarmente significativo, a questo riguardo, è uno dei passaggi finali della sentenza, di cui si riporta la traduzione:

"Adottando lo schema della *corporation*, con lo scudo societario posto su di loro a protezione dalla responsabilità personale, essi cessano di essere *partner*, e conservano unicamente i diritti, i doveri e gli obblighi propri degli azionisti. Essi non possono considerarsi *partner* tra di loro e al tempo stesso presentarsi come una *corporation* al resto del mondo."

Accogliere l'istanza dell'attore avrebbe significato attribuire dignità ad una clausola in base alla quale il *Board of Directors* veniva completamente esautorato, spogliato di qualsiasi funzione che non fosse la semplice ratifica di decisioni assunte altrove, al livello degli *shareholder*. Agli occhi del giudicante, validare un simile scostamento dal paradigma legalmente previsto avrebbe potuto aprire una frattura difficilmente arginabile in seguito, anche e soprattutto alla luce del valore attribuito al "precedente" in un ordinamento di *common law* come quello statunitense.

³¹ "Validity of Variations from the Norm in Corporate Structure", *Columbia Law Review* 1928, p. 366.

Eppure, sarà proprio questa peculiarità del sistema giuridico di riferimento, che al diritto positivo degli *statutes* affianca la giurisprudenza tra le fonti di produzione normativa³², a favorire nel tempo lo sviluppo di un modello legislativamente riconosciuto di *close corporation*.

In sostanza, come ebbe a sostenere nel 1959 Abram Chayes, “la *close corporation*, a lungo orfana del diritto societario, iniziò ad emergere per proprio conto.”³³

Infatti, nonostante il cattivo esito dei primi tentativi, la tendenza a stipulare gli *shareholder agreement* andò incontro ad un progressivo consolidamento, trattandosi nei fatti dell’unico strumento a disposizione per poter in qualche modo adattare la struttura rigida della *corporation*.

In risposta a questo fenomeno, e nel silenzio dei legislatori, le Corti iniziarono ad assumere nel concreto un contegno più pragmatico, incentrato sulla valutazione caso per caso del contenuto dei singoli accordi. Una volta superato quell’atteggiamento di aprioristica chiusura che aveva contraddistinto le prime decisioni, successivamente l’indirizzo sarà volto alla ricerca di un equilibrio tra la salvaguardia dello schema legale e la concessione di più ampi margini all’autonomia contrattuale dei soci.

In generale, si cominciò a guardare con minor disfavore a modifiche che prevedessero deviazioni minime dal modello tipico, e che comunque non andassero ad intaccare l’autorità e l’indipendenza riconosciute agli amministratori.

Ed è comprensibile come in questo periodo, dominato da prudenza e incertezza, l’evoluzione del fenomeno si presentasse lenta e disomogenea.

A seconda delle differenti previsioni racchiuse nei vari accordi, un tribunale poteva fornire responso positivo, così come un suo omologo di uno Stato diverso poteva giungere in un caso simile ad una conclusione di segno opposto. L’oggetto stesso degli *shareholder agreement* poteva abbracciare gli ambiti più disparati dell’organizzazione della società, tant’è che accanto ad intese volte alla limitazione o al divieto della trasferibilità delle azioni³⁴, ne troviamo altre relative alla concessione ai soci di minoranza di diritti di veto³⁵, altre ancora riguardanti la garanzia per i sottoscrittori di un posto in consiglio d’amministrazione³⁶, e così via.

Si noti, inoltre, che esempi di tal fatta che effettivamente finirono sotto la lente d’ingrandimento dei giudici rappresentano presumibilmente soltanto una piccola parte del totale, costituito da un numero indefinito di accordi “sommersi” che però, nelle dinamiche quotidiane della realtà economica, godevano di fatto di una certa autorità ed efficacia. Per i relativi sottoscrittori, infatti, adire una corte per farne valere il contenuto

³² Per un approfondimento sulle fonti del diritto nei sistemi di *common law* e relativi meccanismi si veda Jeffrey J. Rachlinski, “Bottom-up versus Top-down Lawmaking”, The University of Chicago Law Review 2006.

³³ Abram Chayes, “Madame Wagner and the Close Corporation”, Harvard Law Review 1960, p. 1532.

³⁴ Iowa Supreme Court, *Mason v. Mallard Telephone Co.*, 240 N.W. 671, 1931.

³⁵ New York State Court of Appeals, *Manson v. Curtis*, 119 N.E. 559, 1918.

³⁶ Delaware Supreme Court, *Barnum & Bailey Combined Shows v. Ringling*, 53 A.2d 44, 1947.

appariva oltremodo sconveniente, considerando sia il rischio comunque elevato di veder disattesa la propria pretesa, sia gli effetti mai trascurabili che una controversia comporta per il proseguo dell'attività sociale, specie in contesti di lavoro delle dimensioni di quelli di cui si tratta.

Ad emergere era un insieme di regole disarmonico, incoerente, frutto dell'autonomia privata e delle concrete esigenze operative delle società. Nonostante l'opera di progressivo riconoscimento per via giurisprudenziale risultasse difficoltosa ed assai accidentata, parallelamente ad essa andarono infatti condensandosi una serie di norme e principi cui gli operatori tendevano ad uniformarsi, rintracciando negli stessi un'effettiva rispondenza rispetto alle istanze di cui erano portatori.

Nella lunga gestazione del diritto delle *close corporation*, a proposito di questa fase Melvin Eisenberg parla, non a caso, di “*soft corporation law*”. Teorizzando che il diritto delle *corporation* si manifesta in diverse tipologie, o livelli, in questo caso a venire in considerazione sono “apparati di principi, *standard*, o regole che sono promulgate da istituzioni private, e che spiegano una qualche forza pur non essendo direttamente corredate dalla minaccia di una sanzione”³⁷.

Materiale grezzo, disarticolato, traente forza e dignità dal generale consenso tacitamente espresso nei suoi confronti dagli stessi fruitori: in questo senso, quindi, “diritto”, e in particolare “*soft corporation law*”.

Un ruolo decisivo nell'elaborazione degli *agreement* è quello rivestito da avvocati, giuristi, e in generale da quei pratici del diritto che nel concreto della vita delle società avevano il compito di indirizzare e tradurre in termini giuridici le volontà degli *shareholder*. In molti casi si deve a loro, e alla loro abilità nel congegnare meccanismi innovativi, così come nel penetrare senza stravolgerle tra le maglie del diritto positivo, il buon esito di fronte alle Corti delle soluzioni proposte.

Fu così che a poco a poco, in un arco temporale che abbraccia tutta la prima metà del XX secolo, l'iniziale diffidenza mostrata dai tribunali nei confronti delle nuove istanze lasciò il posto ad una sempre maggior fiducia e crescente flessibilità. Inoltre, come rilevava George D. Hornstein nel 1950 con riferimento allo Stato di New York, da un accordo attentamente stilato assai raramente sarebbero potute sorgere delle controversie, e, nel qual caso, queste ultime avrebbero riguardato meno dell'1% del totale degli accordi sottoscritti³⁸. Parallelamente, gli sviluppi della *close corporation* finirono per attirare l'attenzione degli stessi studiosi, tant'è che risalgono all'inizio degli anni Cinquanta i primi, e via via più numerosi, tentativi da parte dei giuristi di riorganizzazione del materiale giurisprudenziale che desse un assetto organico allo stato dell'arte³⁹. Risale al 1954 l'incontro organizzato dall'American Bar Association, e in particolare dalla

³⁷ Melvin Eisenberg, “The Architecture of American Corporate Law”, Berkeley Bus Law Journal 2005, p.182.

³⁸ G.D. Hornstein, op. cit., p. 1055.

³⁹ In particolare, si fa risalire all'opera di Hodge O'Neal la definizione di un campo di studi specificamente riferito al fenomeno della *close corporation*, per la prima volta distinto e separato dal modello della *corporation* classica. Articoli come *Restrictions on*

sezione dedicata a società, banche e diritto commerciale, incentrato su “*Problems of Closely Held Corporation*”.

Il modello della *close corporation*, con i suoi tratti peculiari, i suoi aspetti critici, le esigenze di quanti ad esso si rivolgevano per dare una veste formale alla propria attività, era ormai di fatto entrato a far parte del “sentire condiviso” di una comunità molto vasta, composta da accademici, operatori economici e giudici.

Per quanto riguarda questi ultimi, tra di essi si era diffusa la convinzione che piccole deviazioni dalle norme di legge, limitate agli ambiti di afferenza delle *close corporation*, non avrebbero comunque intaccato l’impianto generale del diritto societario⁴⁰. Di qui, il fiorire di una giurisprudenza relativamente ampia e consolidata.

Ricollocandoci nell’ottica dello schema proposto da Eisenberg, potremmo dire che si era ormai passati dallo stadio del *soft law* a quello del *common law*.

Grande assente, fino a questo momento, uno dei principali attori nel panorama delle fonti del diritto dell’ordinamento statunitense: gli *statutes*, la normativa scritta emanata dal Congresso o, per ciò che qui interessa, dai parlamenti statali, così decisiva in un’epoca, come quella che a partire dal secondo dopoguerra arriva fino ai giorni nostri, che non a caso è stata definita “età degli *statutes*”⁴¹.

Per quanto Weiner dia conto di alcuni sporadici sforzi di riconoscimento legale riscontrabili già negli anni Venti, per esempi più compiuti in tal senso bisognerà attendere ancora quasi tre decenni⁴².

È un fatto, comunque, che già in questo periodo si reclamasse da più parti la necessità di regole codificate specificamente riferite al fenomeno della *close corporation*, avvertita particolarmente stringente in una fase in cui l’atteggiamento delle Corti si presentava ancora incerto e dagli esiti alterni. Tra i fattori che contribuirono a rendere manifesta l’urgenza di un definitivo approdo in tal senso non vanno dimenticati gli sviluppi della normativa federale a seguito della crisi finanziaria del 1929. Il *Securities and Exchange Act* del 1934, in particolare, oltre a regolare numerosi aspetti del funzionamento dei mercati azionari, imponeva significativi obblighi di informazione societaria, e andava ad incidere in maniera non trascurabile sull’organizzazione stessa delle *corporation*⁴³. Il risultato fu un’ulteriore spinta per i legislatori statali ad occuparsi delle questioni poste dalle *public corporation*, alimentando il vuoto normativo relativo al novero di quelle *corporation* che *public* non erano.

La prima disposizione di legge effettivamente riferita alle *close corporation* si fa risalire al 1948, quando lo Stato di New York adeguò la propria legislazione societaria alla pronuncia della Corte d’Appello dello stesso stato sul caso *Benintendi v. Kenton Hotel*.

Transfer of Stock in Closely Held Corporations, del 1952, o saggi quali *Close Corporations: Law and Practice*, del 1958, rappresentano gli esempi più significativi in tal senso.

⁴⁰ H. Wells, op. cit., p. 51.

⁴¹ V. Varano, V. Barsotti, “La tradizione giuridica occidentale” Giappichelli Editore, Torino 2021, pp. 370-371.

⁴² J.L. Weiner, op. cit., p. 278.

⁴³ Dennis S. Karjala, “An Analysis of Close Corporation Legislation in the United States”, *Arizona State Law Journal* 1989, p.665.

Nel 1928, James Benintendi, John Dondero e Schiffino avevano dato vita ad una *corporation*, denominata appunto *Kenton Hotel, Inc.*, in sostituzione dell'accordo di *partnership* già intercorrente tra di loro. Nell'atto costitutivo era stabilito che il 25% delle azioni afferivano a Benintendi, e che le restanti spettavano, equamente ripartite, agli altri due.

Anni dopo, a seguito dell'uscita di Schiffino, Benintendi e Dondero si ritrovarono a detenere, rispettivamente, 1/3 e i 2/3 del capitale, e di lì a poco decisero di inserire nello statuto alcune regole organizzative per il proseguo della gestione. Ciò che accomunava le diverse previsioni era il fatto che per ogni decisione attinente alla vita della società, dalla nomina degli amministratori da parte degli azionisti, agli atti di gestione degli amministratori stessi, fino alla modifica dello statuto, era stabilita la regola dell'unanimità. In seguito Benintendi, in qualità di azionista di minoranza, si rivolse ai giudici per far valere il contenuto delle *by-law provisions*.

Agli occhi della corte, disposizioni così strutturate, pur non violando formalmente la legge dello stato, contrastavano nel complesso con lo schema generale e la nozione stessa di *corporation*, i cui interessi quale entità distinta dalle persone dei soci non potevano in alcun modo venire limitati dall'attribuzione indiscriminata, agli stessi e agli amministratori, di ingiustificati diritti di veto⁴⁴.

Fu anche per rispondere all'indirizzo concepito da tale sentenza, quindi, che lo Stato di New York modificò la propria normativa per fare in modo che, nell'atto costitutivo o nello statuto di una società, fosse prevista la sola maggioranza per le decisioni di azionisti e amministratori. La circostanza che tali regole fossero limitate al caso delle *close corporation*, si desume dal fatto che per l'adozione delle suddette previsioni, qui sì, era previsto il voto favorevole di tutti gli *shareholder*⁴⁵.

A cavallo tra gli anni Cinquanta e Sessanta, in numerosi altri Stati si assiste al progressivo riconoscimento legale del nuovo modello attraverso la predisposizione, all'interno dei "codici" di diritto societario, di apposite sezioni dedicate all'argomento. Piuttosto che dell'introduzione di regole di nuovo conio, si vede bene che, in gran parte, si trattava della recezione da parte del diritto positivo della mole di materiale di derivazione giurisprudenziale, naturalmente rivisto e corredato di quella sistematicità di cui fino a quel momento era sprovvisto.

Si stava ormai transitando, dopo una lunga fase di graduale avvicinamento, dallo stadio del *common law* a quello dello *statute law*.

Nel 1955, è infatti la volta della Carolina del Nord, che provvede all'adozione di un nuovo *North Carolina Business Corporation Act*. Per quanto riguarda le *close corporation*, oltre al recepimento di meccanismi già

⁴⁴ New York State Court of Appeals, *Benintendi v. Kenton Hotel*, 60 N.E.2d 829, 1945.

⁴⁵ "Corporations - Voting Requirements - New York Statute Permits Corporations to Require Unanimity of Greater than Majority Vote for Director or Shareholder Action", *Harvard Law Review* 1949, p. 526.

in uso nella prassi, anche qui si rilevano previsioni inerenti a quorum e maggioranze per le decisioni di azionisti e amministratori, la riconosciuta possibilità per i promotori di includere nell'atto costitutivo o in un separato regolamento disposizioni sulla liquidazione delle quote, la validità di eventuali restrizioni alla trasferibilità delle azioni. Una serie di benefici e accorgimenti, quindi, resi disponibili alla generalità delle *corporation* "senza azioni scambiate sui mercati regolamentati".

Pur non trattandosi ancora di una disciplina completamente autonoma ed organica, essa costituiva senza dubbio un notevole sforzo teso verso questa direzione, e non è un caso che tale esempio fu rapidamente seguito anche da altri Stati⁴⁶.

Come fa notare Harwell Wells, particolarmente significativo nel corpo della suddetta legge è un passaggio, definito dagli stessi estensori "*basic philosophy provision*", in cui si sottolinea che nessun accordo, contratto, statuto o regolamento, stipulato e sottoscritto da tutte le parti e volto a regolare i reciproci rapporti attingendo agli schemi tipici delle *partnership*, per questo stesso motivo sarebbe stato considerato invalido⁴⁷. La "*incorporated partnership*" teorizzata alcuni anni prima da Hornstein acquisiva piena dignità formale.

In una dinamica di continua contaminazione tra *soft law*, *common law* e *statute law*, decisiva fu anche la modifica, nel 1969, del *Model Business Corporation Act*, in forza della quale si garantivano agli azionisti di *close corporation* maggior flessibilità e più ampi margini operativi. Determinante, a questo proposito, la previsione che permetteva agli *shareholder*, tramite comune e valido accordo, di elidere il *Board of Directors* dalla struttura organizzativa della società⁴⁸, con tutte le implicazioni in termini di *governance* che vedremo meglio in seguito. Pur essendo applicato soltanto in alcuni Stati, l'inserimento di disposizioni *ad hoc* nel corpo del *MBCA* costituiva un segnale inequivocabile di una ormai raggiunta presa di coscienza a tutti i livelli⁴⁹.

E fu proprio in questo periodo che la tendenza ad adottare un approccio integrato al fenomeno della *close corporation* giunse a definitivo compimento. Nel 1967, infatti, lo stato del Delaware introdusse all'interno della sua *General Corporation Law* una sezione denominata "*Subchapter XIV. Close Corporations; Special Provisions*"⁵⁰, applicabile a tutte quelle società in possesso dei requisiti in essa stabiliti, che pertanto acquisivano la definizione di "*statutory close corporation*".

⁴⁶ D.S. Karjala, op. cit., pp. 669-670.

⁴⁷ H. Wells, op. cit., pp. 55-56.

⁴⁸ Richard A. Booth, "A Chronology of the Evolution of the MBCA", *The Business Lawyer* 2000, pp. 63-67.

⁴⁹ Per un approfondimento sul ruolo del *Modern Business Corporation Act*, come prodotto del cosiddetto *restatement*, si veda V. Varano, V. Barisotti, op. cit., pp. 366-367.

⁵⁰ R.J. Eckert, D.R. Wellens, op. cit., p. 515.

4. Il Delaware come principale “stato di incorporazione” nell’ordinamento statunitense

Come afferma O’Neal, l’esperienza del Delaware si rivelò fin da subito la più seguita ed apprezzata⁵¹, ponendosi in linea di continuità con la lunga e fortunata tradizione di cui ancora oggi questo Stato gode in ambito societario.

Nel report annuale sulle società del 2022⁵², stilato dal Segretario di Stato Jeffrey W. Bullock, si dà conto della costituzione nello stato di 313650 nuove imprese, su un totale di 1,9 milioni, e, continuando, si scopre che sempre nello stesso anno erano qui incorporate il 68,2% delle grandi società rientranti nella lista “*Fortune 500*” pubblicata dall’omonima rivista.

Spostando l’attenzione sulle questioni che in questa sede più interessano, lo stesso rapporto quantifica le imprese di dimensioni piccole e medie in oltre il 98% di quelle insediate.

Una preminenza marcata, consolidatasi nel tempo, le cui ragioni vanno ricercate nella particolare disposizione, e nella trama dei reciproci rapporti, manifestata dai diversi attori in gioco nei confronti delle tematiche inerenti al mondo delle imprese e ai relativi aspetti giuridici.

Facendo leva sui dettami dell’*Internal Affair Doctrine*⁵³, a partire dal 1915 le istituzioni dello Stato si dimostrarono sempre solerti nel ricercare un costante aggiornamento della propria legislazione societaria, in particolare tramite il recepimento e la concreta implementazione dei suggerimenti provenienti dalla *New York Bar Association*⁵⁴. Accanto ad un legislatore attento, ed incline a raccogliere le istanze emergenti dagli sviluppi della realtà economica, si ritiene unanimemente che un ruolo decisivo sia quello rivestito dalla *Delaware Court of Chancery*⁵⁵.

Strutturata come una “*court of equity*” sul modello storico della *High Court of Chancery* britannica, il suo esempio costituisce pressoché un *unicum* nell’ordinamento giurisdizionale degli Stati americani, se si considera che tribunali omologhi si rinvengono in soli altri due Stati, precisamente il Tennessee e il Mississippi. Ontologicamente sprovvista dell’elemento “*jury*”, essa si compone di un Cancelliere, di sei Vice-Cancellieri e di tre “*Magistrates in Chancery*”, scelti tra figure autorevoli e di comprovata esperienza in ambito giuridico, tendenzialmente provenienti dalla *Delaware State Bar Association*⁵⁶.

All’elevato grado di specializzazione dei giudici, specificatamente con riferimento alla materia societaria e commerciale, si somma l’atteggiamento di tensione innovativa ed efficace pragmatismo storicamente mostrato nelle decisioni sui casi concreti, espressione di una filosofia di base ben precisa.

⁵¹ F. Hodge O’Neal, “Close Corporations: Existing Legislation and Recommended Reforms”, *The Business Lawyer* 1978, pp. 873-875.

⁵² *Delaware Division of Corporations: 2022 Annual Report*

<https://corpfiles.delaware.gov/Annual-Reports/Division-of-Corporations-2022-Annual-Report.pdf>

⁵³ Vedi *supra* cap.1, par. 1.

⁵⁴ Robert C. Holmes, “Benefits of Incorporating in Delaware Versus New Jersey: Busting the Myth and Closing the Gap”, *Rutgers Business Law Journal* 2014, p.12.

⁵⁵ Lawrence A. Hamermesh, “The Challenge to Delaware’s Preeminence in Corporate Law”, *Delaware Lawyer* 2009, p. 11.

⁵⁶ David Gura, “A centuries-old court in Delaware will decide if Elon Musk has to buy Twitter”, *NPR*, 2022.

<https://www.npr.org/2022/07/13/1111239959/twitter-elon-musk-delaware-court-of-chancery>

Come riporta Holmes, i principi ispiratori dell'agire della Corte, nella sua opera di elaborazione di regole e rimedi secondo il canone dell'equità, possono essere ricondotti ad un "*moral sense of fairness*" e alla presa d'atto che "la regola generale non sempre può essere semplicemente applicata al caso particolare"⁵⁷.

L'azione combinata dei diversi fattori ha fatto sì che nel tempo, e in verità abbastanza rapidamente, il Delaware acquisisse quella reputazione di ordinamento "*business friendly*" che mantiene ancora oggi.

Occorre dar conto, peraltro, della tesi emersa in dottrina tra coloro che sostengono che quella ingaggiata dallo stato sia una "*race to the bottom*", piuttosto che una "*race to the top*", per quanto riguarda la qualità della regolazione. Si argomenta, infatti, che dal momento che la scelta relativa alla sede di incorporazione di una società spetta sostanzialmente agli amministratori, sia nell'interesse di uno Stato quello di predisporre una legislazione che sia il più possibile favorevole nei confronti di questi ultimi, magari a discapito degli *shareholder*. Stevelman, ad esempio, prospetta il rischio che il diritto societario del Delaware alla lunga non riesca più a far fronte in maniera efficace ai problemi di *agency*⁵⁸.

Al di là delle dispute dottrinali, in un processo virtuoso di progressivo affinamento e reciproco sostentamento, è un fatto che i diversi "centri" di produzione del diritto hanno raggiunto, nei rispettivi ambiti, livelli tali da assurgere ormai a modello a cui si ispirano anche i legislatori degli altri Stati.

Un corpo di discipline, regole, principi applicabili in primo luogo ai (numerosi) soggetti di diritto domestico, ma capace anche di imporsi, in via di *soft law*, al di fuori dei confini statali.

Si vede bene, quindi, come una trattazione più approfondita della disciplina e delle dinamiche connesse al fenomeno della *close corporation* non possa non avere l'esperienza del Delaware come faro costante e punto di riferimento.

⁵⁷ R.C. Holmes, op. cit., p.5.

⁵⁸ Si veda, a questo proposito, Faith Stevelman, "Regulatory Competition, Choice of Forum, and Delaware's Stake in Corporate Law", Delaware Journal of Corporate Law 2009.

CAPITOLO SECONDO

Close Corporation: disciplina

1. Nozione e caratteri fondamentali del modello

Il fenomeno della *close corporation* è tanto semplice ed intuitivo da cogliere, quanto ostico da definire in maniera compiuta e coerente⁵⁹. Come suggeriscono la genesi e la successiva evoluzione storica del concetto, una sua piena ed organica comprensione può essere più agevolmente raggiunta facendo riferimento a ciò che esso “non è”, attraverso un ragionamento logico di inferenza che lo ponga in costante raffronto con il modello “antesignano” della *public corporation*. Pur condividendo entrambe la struttura di base afferente al più ampio schema della *corporation*, la *close corporation* è contraddistinta da alcuni elementi peculiari, che sotto certi aspetti pongono le due figure in antitesi tra di loro.

In generale, da un’analisi delle risultanze emergenti dalla realtà economica, si rileva come possa rientrare nella categoria un’ampia gamma di imprese come quelle a conduzione familiare, le start-up innovative del settore tecnologico, o anche società aperte già esistenti che conseguano lo *status* a seguito di una loro acquisizione tramite leva finanziaria⁶⁰.

Dal punto di vista fenomenologico, si segnala quindi come le *close corporation* appaiono tendenzialmente di dimensioni più ridotte rispetto alle *public corporation*, anche se tale attributo rappresenta unicamente la manifestazione esteriore, nonché la conseguenza sul piano empirico, dell’azione combinata delle ulteriori caratteristiche che vengono in considerazione.

A questo proposito, fattore di non secondario momento è l’evidenza che in esse le azioni, rappresentanti le quote di partecipazione dei soci al capitale, generalmente non possono essere liberamente scambiate: di qui, come abbiamo visto, le pressoché equivalenti denominazioni “*close*”, “*closed*” o “*closely held*”⁶¹.

Per quanto attiene all’organizzazione interna della società, quale tratto singolare si rileva l’assenza di quella netta separazione tra *ownership* e *control* che costituisce invece l’asse portante della struttura societaria delle *corporation* nell’accezione classica del termine. Una caratteristica, questa, insita nella fisiologia stessa del modello di cui si tratta, traente origine dalle dinamiche interne alla realtà delle singole imprese, e soltanto in seguito riconosciuta a livello formale dalla giurisprudenza prima, e dalla legge poi.

⁵⁹ Carlos D. Israels, “Close Corporation and the Law”, Cornell Law Review 1948, p. 488.

⁶⁰ Ricardo Molano Leòn, “Shareholders’ Agreements in Close Corporations and their Enforcement in the United States of America”, Universitas Bogotà 2008, p. 220.

⁶¹ Vedi *supra* cap. 1 par. 1.

A tal riguardo, Easterbrook e Fischel fanno notare come i titolari di considerevoli quote di capitale, nell'impossibilità di venderle sui mercati azionari, si trovino fortemente incentivati ad assumere in prima persona la gestione dell'attività, mettendo in evidenza la correlazione biunivoca sussistente tra i due dati⁶².

Si consideri, infatti, che i soci di una *close corporation*, essendo solitamente legati da vincoli familiari o rapporti personali di altro tipo, generalmente si conoscono tra di loro, e che anche in virtù di questo decidono di dar vita alla società con il proposito di intraprendere in comune l'esercizio di un'attività di impresa. È per questo che gli stessi, in qualità di *shareholder*, sono portati a ricercare dei meccanismi giuridici che limitino la trasferibilità delle azioni, in modo da poter impedire l'ingresso nella compagine sociale di soggetti non graditi.

La volontà di scongiurare una tale eventualità risulta ben giustificata alla luce dell'osservazione che i soci, di regola, lavorano alle dipendenze della *corporation* come *employees*, con l'ulteriore risultanza che in molti casi il salario derivante da tale rapporto di impiego costituisce per essi la principale, se non l'unica, fonte di reddito e di "ritorno sull'investimento"⁶³. In un simile contesto, si vede bene come uno schema che garantisca il più possibile l'integrità dell'assetto proprietario e la stabilità nel tempo dei rapporti da esso originantesi rivesta un'importanza fondamentale.

Una delle prime definizioni sistematiche del modello, che tenesse conto, ordinandoli, di ognuno dei suddetti elementi è quella data dalla *Massachusetts Supreme Judicial Court* nel celebre caso *Donhaue v. Rodd Electrotpe Co.*⁶⁴ del 1975. Nonostante lo Stato del Massachusetts fosse sprovvisto di una disciplina che trattasse in maniera distinta e puntuale l'argomento, nel caso specifico i giudici non poterono fare a meno di riscontrare che, anche alla luce dei fatti da cui era scaturita la controversia, gli azionisti di una *close corporation* coltivano aspettative e manifestano necessità pratiche spesso anche molto diverse rispetto ai titolari di azioni in una *public corporation*.

Più in particolare, a detta degli stessi giudicanti i soci di una *close corporation* intendono condurre la propria attività alla stregua di contraenti di un accordo di *partnership*, in modo da fuggire le formalità tipiche dello schema della *public corporation*. Inoltre, i soci di minoranza in questi casi si trovano a dover far fronte al costante pericolo che i soci di maggioranza prendano il controllo esclusivo della società, estromettendoli di fatto dalla gestione e negando loro la remunerazione dovuta sotto forma di dividendi⁶⁵.

Fatte queste premesse, e prima di giungere alla conclusione che gli *shareholder* di una *close corporation* sono tenuti al rispetto dell'obbligo di "*fair treatment*" nei reciproci rapporti, la Corte arrivò a definire compiutamente il modello sulla base dei seguenti elementi:

⁶² Frank H. Easterbrook, Daniel R. Fischel, "Close Corporations and Agency Costs", *Stanford Law Review* 1985, pp. 273-74

⁶³ H. Wells, op. cit., p. 15.

⁶⁴ Per un'analisi del caso e un approfondimento del contenuto della sentenza si veda Alan H. Farnsworth, "Close Corporation: Rights and Duties of Shareholders, Fiduciary Relationship among Shareholders, Shareholders' Right of Equal Opportunity to participate in Corporate Purchase of its own Stock for Corporate Treasury", *Cornell Law Review* 1976, pp. 986-991.

⁶⁵ Robert A. Ragazzo, "Toward a Delaware Common Law of Closely Held Corporations", *Washington University Law Quarterly* 1999, pp. 1100-1101.

- numero limitato di azionisti;
- mancanza di un mercato su cui vendere liberamente le azioni;
- significativo coinvolgimento diretto degli azionisti di maggioranza nella gestione, direzione e nelle attività della società.

Questi tre criteri distintivi, via via ripresi e sviluppati da più parti enfatizzando di volta in volta l'uno piuttosto che l'altro aspetto, costituiscono il nucleo essenziale attorno al quale si articola la struttura di questa tipologia societaria. Dalla loro combinazione, e dal loro concreto dispiegarsi sul piano operativo, si innescano meccanismi e dinamiche del tutto singolari, nonché originano una serie di problemi di “agency” cui il diritto è chiamato a far fronte.

2. La Delaware General Corporation Law e la “statutory close corporation”

La *Delaware General Corporation Law* è la legge dello Stato del Delaware che disciplina la materia societaria. In vigore dal 1899, nel corso della sua storia è stata più volte modificata e integrata, sia attraverso la revisione di specifiche disposizioni, sia tramite l'inserimento nel suo corpo di intere nuove sezioni dal respiro più ampio.

Nell'ambito del presente studio, significativa è la riforma del 1967, venuta alla luce dopo che nel 1963 il legislatore statale ne aveva affidato i lavori preparatori al *Delaware Corporation Law Revision Committee*.

Alla base dell'intervento, la delega poneva il perseguimento di tre obiettivi ben definiti: in primo luogo, si evidenziava la necessità di un aggiornamento e di una semplificazione del linguaggio utilizzato; in seconda battuta, si richiedeva lo snellimento dei meccanismi e delle procedure previsti per le operazioni societarie, in modo da adeguare la normativa agli sviluppi della realtà economica; da ultimo, si reclamava l'opportunità di implementare tutte quelle modifiche che l'esperienza concreta aveva dimostrato avrebbero potuto rivelarsi efficaci⁶⁶.

Il risultato di maggior rilievo conseguito dalla riforma è senza dubbio l'introduzione, all'interno del capitolo denominato “*General Corporation Law*”, di un sottocapitolo, per la precisione il quattordicesimo, dal titolo “*Close Corporation; Special Provisions*”.

Come brevemente accennato⁶⁷, all'epoca già altri Stati avevano provveduto ad inserire nelle loro legislazioni societarie delle disposizioni *ad hoc* che presupponevano un implicito riconoscimento legale del nuovo modello, attraverso la previsione, riferita alle “*nonpublic companies*”, che eventuali *shareholder agreement* aventi ad oggetto un diverso assetto delle prerogative degli amministratori, per ciò stesso non sarebbero stati considerati invalidi. Un simile approccio, che alcuni studiosi definiscono convenzionalmente “*North*

⁶⁶ S. Samuel Arshat, Walter K. Stapleton, “Delaware’s New General Corporation Law: Substantive Changes”, *Business Lawyer* 1967, p. 75.

⁶⁷ Vedi *supra*, cap. 1, par. 3.

*Carolina Approach*⁶⁸” con riferimento allo Stato che per primo adottò tale strategia, presenta sicuramente il vantaggio di essere facilmente integrabile all’interno di una disciplina già esistente, e soprattutto non comporta lo sforzo preliminare di dover affrontare le questioni definitorie, passaggio invece necessario ogniqualvolta si voglia intraprendere la strada di una normativa che tratti i fenomeni in maniera organica e globale.

In base all’alternativo “*Delaware Approach*”, infatti, è la legge stessa a definire esplicitamente, enumerandoli, i caratteri afferenti allo schema della *close corporation*, e a stabilire una serie di regole ad esso applicabili in via esclusiva. Il paragrafo 341, che costituisce la clausola d’esordio con cui si apre il Sottocapitolo XIV del Capitolo I del Titolo VIII del *Delaware Code* è, a tal proposito, particolarmente indicativo:

- “This subchapter applies to all close corporations, as defined in § 342 of this title. Unless a corporation elects to become a close corporation under this subchapter in the manner prescribed in this subchapter, it shall be subject in all respects to this chapter, except this subchapter”.
- “This chapter (ossia quello relativo alla *General Corporation Law*, N.d.A.) shall be applicable to all close corporations, as defined in § 342 of this title, except insofar as this subchapter otherwise provides”.

A venire in considerazione è quindi un corpo di regole unitario, che provvedendo a corredare di formale riconoscimento le deviazioni dal modello tipico della *corporation* affermatesi nella prassi, contestualmente affronta alcune delle tematiche che lo sviluppo della nuova tipologia societaria ha aperto in termini di *governance* e di tutela degli interessi dei diversi soggetti in gioco. Come anche viene chiaramente espresso nel paragrafo successivo, le *close corporation* sono a tutti gli effetti delle *corporation*⁶⁹, di cui però costituiscono un particolare sottoinsieme i cui elementi sono accomunati dalla compresenza di alcuni connotati specifici.

Segnatamente, ai fini dell’acquisizione dello *status* di *close corporation*, il *Delaware Code* richiede che dall’atto costitutivo risulti il soddisfacimento di alcuni requisiti, primo fra tutti quello che impone che le azioni, a qualunque classe esse appartengano (escluse, ovviamente, le azioni proprie), oltre ad essere rappresentate da certificati azionari, siano detenute da un numero predefinito di persone, non eccedente le 30 unità.

In secondo luogo, si stabilisce che le suddette azioni debbano essere soggette ad uno o più dei limiti alla trasferibilità delle stesse contemplati al precedente paragrafo 202⁷⁰, con l’ulteriore previsione, che completa e al tempo stesso armonizza, dotandola di maggior coerenza interna, la disciplina essenziale del modello, in base alla quale si fa divieto alla società di effettuare qualsivoglia “offerta pubblica” di azioni di qualsiasi

⁶⁸ D.S. Karjala, op. cit., p. 680.

⁶⁹ Del. Code, tit. 8, cap. 1, par. 342.

⁷⁰ Del. Code, tit. 8, cap. 1, par. 202.

classe, operando un rinvio mobile alle disposizioni del *Securities Act* del 1933 che chiariscono il significato da attribuirsi a tale nozione.

Come già rilevato dai primi commentatori della riforma, la definizione dei suddetti requisiti, considerati nell'insieme, oltre a circoscrivere entro confini legalmente dati la portata del fenomeno, pone una significativa preclusione nei confronti di quelle società il cui accesso ai benefici connessi allo *status* di *close corporation*, per caratteristiche proprie dell'ente sarebbe fortemente ingiustificato⁷¹.

Si pensi al caso di scuola di una società le cui azioni sono detenute da un numero elevato di azionisti, in cui la maggioranza di essi stipuli un accordo volto ad esautorare le figure degli amministratori: in mancanza di una disposizione che stabilisca il limite massimo di 30 *shareholder*, e concorrendo gli ulteriori presupposti richiesti dalla norma, tale società potrebbe effettivamente ritrovarsi ad operare in assenza di un consiglio d'amministrazione, con tutte le implicazioni che una tale anomalia genererebbe nel contesto di una società ad azionariato diffuso.

Nella stessa ottica, con riferimento al requisito che impone la previsione di almeno un limite statutario alla trasferibilità delle azioni, in dottrina si è rilevato come tale condizione costituisca invece un argine assai debole nei confronti di eventuali pratiche elusive, ben potendo il suddetto presupposto essere soddisfatto da un divieto che inibisca semplicemente il trasferimento di quote a soggetti concorrenti⁷².

Al contrario, per quanto riguarda il terzo aspetto, fissando inderogabilmente il divieto di "*public offering*" sui mercati regolamentati il *Delaware Code* lascia sì aperta la strada del collocamento privato, ma sul punto la prassi degli *shareholder agreement* e l'esistenza di ostacoli oggettivi difficilmente superabili rendono assai disagiata l'alienabilità delle quote a soggetti terzi.

2.1. Procedimento costitutivo ed acquisizione dello *status* di *close corporation*

Il paragrafo 343 disciplina la procedura necessaria ai fini della formazione di una *close corporation* ai sensi della legge societaria dello Stato.

Per le società di nuova costituzione, la disposizione rimanda ai paragrafi appositamente dettati con riferimento al modello generale della *corporation*, ossia il 101, il 102 e il 103 della stessa legge, con l'aggiunta di due ulteriori requisiti.

In primo luogo, infatti, si richiede che l'atto costitutivo contenga nell'intestazione il nome della società e la specificazione che si tratta di una *close corporation*, mentre in seconda battuta, e a corredo degli elementi di carattere formale così indicati, si stabilisce che il contenuto dello stesso debba essere conforme alle previsioni sostanziali di cui al paragrafo precedente.

⁷¹ R.J. Eckert, D.R. Wellens, op. cit., p. 517.

⁷² *Ivi*, p. 518.

Per quanto riguarda invece l'elezione dello *status* di *close corporation* da parte di una società già esistente, a venire in rilievo è il paragrafo 344.

Ai sensi della suddetta norma, affinché ad una *corporation* già costituita venga successivamente riconosciuto tale attributo è necessaria una modifica dell'atto costitutivo che sia "eseguita, riconosciuta e presentata" nel rispetto delle procedure previste in generale al paragrafo 103 della stessa legge, in cui si statuisca l'elezione del nuovo *status* e si esplicitino le ulteriori previsioni richieste dal paragrafo 342. Perché la modifica sia valida, è richiesto il rispetto dei vincoli procedurali imposti ai paragrafi 241 e 242, oltre al voto favorevole di un numero di azionisti che rappresentino almeno i due terzi del totale delle azioni circolanti di qualsiasi classe.

2.2. Rinuncia e perdita dello *status*

Come evidenziato da diversi commentatori, la normativa del Delaware si distingue per chiarezza espositiva e per un elevato grado di completezza della disciplina⁷³. Ne sono un esempio, tra gli altri, i paragrafi specificamente dedicati alla trattazione della "*termination*", esito legalmente previsto all'occorrenza di talune situazioni puntualmente regolate.

In base al dettato del paragrafo 346, attraverso una modifica statutaria approvata da un numero di azionisti che rappresentino almeno i due terzi delle azioni emesse è possibile rinunciare volontariamente alla qualifica di "*close corporation*", senza quindi essere più soggetti alle disposizioni del relativo sottocapitolo.

Come è poi esplicitato nella stessa norma, tale *quorum* costituisce soltanto una regola di *default*, ben potendo nell'atto costitutivo essere appositamente stabilito il requisito dell'unanimità o comunque una maggioranza qualificata più elevata. Inoltre si specifica, a questo proposito, che ove tali superiori maggioranze siano effettivamente disposte, le relative previsioni non potranno essere "emendate, abrogate, modificate" se non con una maggioranza pari a quella dalle stesse richiesta per la "*voluntary termination*".

Si tratta, chiaramente, di una disciplina volta a fornire agli investitori un'opportunità di maggior tutela affinché, nel corso della vita della società, non si dia luogo ad una simile rinuncia contro la loro volontà.

Il paragrafo 345, invece, fissa le condizioni oggettive il cui verificarsi comporta per una società l'automatico divieto di continuare ad operare con la qualifica di "*close corporation*" precedentemente ottenuta.

In prima battuta, si dà il caso della presentazione al Segretario di Stato di una modifica dell'atto costitutivo da cui risulti la cancellazione di quelle disposizioni statutarie inderogabilmente richieste al paragrafo 342.

In secondo luogo, si fa riferimento all'ipotesi del mancato rispetto di uno dei requisiti fissati dalla norma sopracitata, nel caso in cui né la società, né gli azionisti intraprendano le misure previste al paragrafo 348 per far fronte a tale evenienza.

La suddetta disposizione fornisce infatti due possibili rimedi attraverso la cui attuazione è possibile scongiurare l'effettiva perdita della qualifica. Entrambe le soluzioni necessitano della presentazione al

⁷³ F.H. Easterbrook, D.R. Fischel, op. cit., p. 283.

Segretario di Stato, nel termine di 30 giorni dall'avveramento della condizione o dalla sua scoperta, di un documento in cui si certifichi l'avvenuto venir meno di uno dei requisiti di cui al paragrafo 342.

A questo punto, la procedura va incontro a due possibili evoluzioni alternative.

Ove si sia verificato un trasferimento di quote che non rispetti i limiti legali o statutari, è imposta la contestuale dichiarazione di rifiuto da parte della società di registrare l'avvenuto trasferimento.

Nei possibili restanti casi, è invece necessario l'intervento della *Court of Chancery*, che imponga l'eliminazione di quegli atti che, adottati da uno o più azionisti o dalla stessa società, comportino l'effetto della perdita dello *status*.

Per quanto riguarda il primo rimedio, occorre notare che esso è inapplicabile nell'ipotesi di un'offerta "pubblica", in quanto tale circostanza viola di per sé il divieto posto dal paragrafo 342, anche in assenza dell'effettivo perfezionamento dello scambio: in tal caso, si dovrà necessariamente adire la Corte affinché dichiarati invalidi gli atti costituenti "*public offering*".

Da non confondere con il concetto di "*involuntary termination*", che indica il venir meno della sola disciplina di cui al *Subchapter XIV* della *DGCL*, ben potendo la società continuare ad operare come *corporation*, è la nozione di "*involuntary dissolution*", che alludendo ad alcune ipotesi di scioglimento della *close corporation* può venire in considerazione quale meccanismo atto a porre fine a situazioni di sfruttamento delle minoranze⁷⁴. Di questi argomenti si parlerà più approfonditamente nel capitolo dedicato ai problemi di "*agency*".

3. Limiti alla trasferibilità delle azioni

In base alla definizione di *close corporation* data dalla *DGCL*, e preso atto del numero massimo di trenta azionisti in essa convenzionalmente stabilito, merita particolare attenzione la questione relativa alle "*stock transfer restrictions*", elemento centrale e imprescindibile nella struttura del modello.

Il paragrafo 342 richiama a questo proposito il paragrafo 202 dello stesso titolo, nel quale si dispone, tra le altre cose, che limiti al trasferimento o alla registrazione di un trasferimento di azioni di una società, o alla quantità di azioni che possono essere detenute da un individuo o da un gruppo di individui possono essere fissati nell'atto costitutivo, nello statuto o in un diverso accordo tra azionisti o tra questi ultimi e la società. Si specifica inoltre, in ossequio ad un generale principio di irretroattività, che nessun limite così stabilito potrà essere riferito ad azioni emesse precedentemente alla sua definizione, a meno che i titolari di queste non siano favorevoli a detta restrizione.

Si dispone, pertanto, che i suddetti limiti debbano chiaramente risultare dai certificati azionari, circostanza dalla quale si fa derivare una presunzione assoluta di conoscenza delle condizioni ivi applicate. In mancanza, e nel caso in cui non si provi comunque l'avvenuta effettiva conoscenza, le restrizioni si considerano non

⁷⁴ Vedi *infra* cap. 3 par.

apposte, e dunque inapplicabili, fornendosi in tal modo una significativa tutela agli acquisti effettuati in buona fede.

Ne consegue, salvo che i soci della *close corporation* con voto unanime non decidano diversamente, o in alternativa non rinuncino allo *status* così come previsto al paragrafo 346, che un trasferimento in violazione delle stesse mette la società nelle condizioni di poter rifiutare la relativa registrazione⁷⁵.

Alle lettere *c* e *d* del paragrafo 202, è poi contenuta l'elencazione delle tipologie di restrizioni ammesse dal *Delaware Code*⁷⁶, nonché di quelle per i cui scopi vige una presunzione assoluta di "ragionevolezza".

Come affermato da Leacock, "il principale obiettivo dei limiti alla trasferibilità delle azioni nelle *close corporation* è evitare che soggetti estranei alla compagine sociale originaria acquistino quote della società e potenzialmente la danneggino"⁷⁷.

Richiamando la genesi del modello societario di cui si tratta e le caratteristiche con cui esso concretamente si manifesta, risulta evidente come un simile tratto peculiare sia insito nella natura stessa del fenomeno, strumento storicamente necessario affinché prendesse forma quell'ideale di "*incorporated partnership*" cui ci si riferiva sopra⁷⁸.

Può essere utile, a questo punto, ripercorrere brevemente gli sviluppi che nel tempo hanno interessato questa particolare materia, da una prospettiva che anche in questo caso vede il diritto di fonte giurisprudenziale precedere, sia cronologicamente che per importanza, il diritto positivo.

Il dato di partenza è infatti che i limiti in questione non possono essere considerati validi di per sé, ma devono di volta in volta superare il vaglio di ragionevolezza delle Corti eventualmente chiamate a decidere della loro validità ed efficacia. Costituendo l'oggetto di accordi tra contraenti, specificatamente tra azionisti di una società, essi sono soggetti all'applicazione dell'intera gamma dei principi di *common law* in materia di contratti, tra cui rientra, appunto, il canone di ragionevolezza sopracitato⁷⁹.

Non è quindi un caso che in epoca risalente, quando lo schema tipico della *corporation* era ancora concepito come una struttura rigida e predeterminata, l'apposizione di dette restrizioni incontrasse generalmente il disfavore dei tribunali, che sovente ne dichiaravano la nullità. Secondo l'opinione comune, le quote di capitale di una società altro non erano che una particolare tipologia di diritti di proprietà legalmente riconosciuti, e simili limitazioni venivano percepite come indebite interferenze al loro godimento⁸⁰.

⁷⁵ Delaware Code, tit. 8, cap. 1, par. 347.

⁷⁶ Vedi *infra* cap. 2 par. 2.1.

⁷⁷ Stephen J. Leacock, "Share Transfer Restrictions in Close Corporations as Mechanism for Intelligible Corporate Outcomes", *Faulkner Law Review* 2011, p. 110.

⁷⁸ Vedi *supra*, cap. 1, par. 3.

⁷⁹ S.J. Leacock, *op. cit.*, p. 113.

⁸⁰ William A. Gregory, "Stock Transfer Restrictions in Close Corporations", *Southern Illinois University Law Journal* 1978, p. 477.

Una svolta significativa fu però imboccata all'inizio del XX secolo, grazie anche al contributo determinante di alcune importanti decisioni giudiziali che concorsero al progressivo abbandono di quell'atteggiamento di sfiducia di cui si è dato conto.

Ne è un esempio la sentenza della Corte Suprema del Massachusetts sul caso *Barrett v. King*, del 1902.

Ad essere in questione era una clausola apposta in calce allo statuto della *Continental Brewing Company*, a mente della quale era così stabilito: “nessun azionista può vendere, o in alcun modo disporre, in tutto o in parte, delle proprie azioni, a meno che almeno trenta giorni prima non abbia presentato al consiglio d'amministrazione una proposta scritta di vendita delle stesse alla società, negli stessi termini e allo stesso prezzo offerti dal futuro acquirente, e che il consiglio d'amministrazione nello stesso termine non abbia accettato”.

Si trattava, come approfondiremo meglio a breve, dell'attribuzione alla società del “*right of first refusal*”, che insieme all'affine “*right of first offer*” rappresenta uno dei meccanismi di questo genere più congeniali alle esigenze di una *close corporation*⁸¹.

Nelle motivazioni della sentenza, il giudice Holmes esordiva con l'evidenziare la netta distinzione intercorrente tra le caratteristiche delle grandi società ad azionariato diffuso e quelle delle piccole *corporation* detenute da un numero limitato di azionisti. In queste ultime, e nel concreto dispiegarsi delle relative operazioni quotidiane, egli riconosceva la rilevanza delle relazioni interpersonali tra i soci, e l'importanza che questi attribuiscono alle singole individualità.

Di conseguenza, sarebbe risultata più confacente ad un contesto così descritto l'applicazione per analogia di uno schema che emulasse quello tipico delle *partnership*, così da concedere in qualche modo agli *shareholder* la possibilità di scegliere le persone con cui associarsi: la clausola consacrata nello statuto, essendo funzionale al perseguimento di tale scopo, aveva quindi piena dignità⁸².

Confrontando le dinamiche connesse ai due modelli *partnership* e *corporation*, è allora interessante notare come uno stesso strumento, ossia gli accordi cosiddetti “*buy-sell agreement*”⁸³ che rispetto al *right of first refusal* presentano uno schema simile e per certi versi opposto⁸⁴, acquisisca una valenza assai differente se applicato nell'uno piuttosto che nell'altro contesto.

Ad esempio, in base al dettato dello *Uniform Partnership Act*⁸⁵, alla morte di uno dei *partner* di una *partnership* di regola l'accordo va incontro a scioglimento, previa estinzione dei debiti pendenti e spartizione dell'eventuale residuo attivo tra i contraenti superstiti e, ove ve ne siano, gli eredi del defunto⁸⁶.

⁸¹ Troy Ungerman, “Shareholders' agreements: right of first refusal versus right of first offer”, Deal Law Wire, 2017. <https://www.deallawwire.com/2017/11/14/shareholders-agreements-right-of-first-refusal-versus-right-of-first-offer/>

⁸² Supreme Judicial Court of Massachusetts, *Barret v. King*, 63 N.E. 934, 1902.

⁸³ Tale espediente giuridico, indipendentemente dal documento in cui è consacrato (atto costitutivo, statuto o un separato contratto), rappresenta insieme ad altre una delle tipologie di *stock transfer restrictions* più comuni.

⁸⁴ Si veda a questo proposito *infra* cap. 2, par. 3.1.

⁸⁵ Esempio di “legge uniforme”, fu redatto nel 1914 dalla “National Conference on Commissioners on Uniform State Laws” e più volte modificato, da ultimo con la riforma del 1997. È adottato dalla quasi totalità degli Stati dell'Unione, tra cui il Delaware.

⁸⁶ August Jackson J.D., “General Partnership and the Death of a Partner” Chron., 2012.

In questo caso, la stipula di un *buy-sell agreement*, o comunque l’inserimento di una clausola di questo tipo all’interno dell’accordo originario, potrebbe venire in considerazione quale espediente per impedire la *dissolution*, potendo disporre la riassegnazione agli altri o alla stessa *partnership* delle quote di partecipazione del *partner* estinto⁸⁷.

Se la continuità nel tempo fosse l’unica ragione alla base degli accordi di questo tipo, il loro utilizzo sarebbe praticamente superfluo nell’ambito delle *corporation*, di cui la “*perpetual existence*” costituisce uno dei caratteri principali.

All’interno di un paradigma societario così strutturato, e con particolare riferimento alle *close corporation*, l’analoga situazione della morte di uno degli *shareholder* non comporta di per sé lo scioglimento della società, ben potendo la stessa continuare ad operare con l’ingresso nella compagine azionaria degli eredi del defunto. Si dà il caso, però, che in queste circostanze i nuovi azionisti potrebbero essere portatori di esigenze completamente diverse rispetto a quelle del *de cuius*, e i loro interessi divergere anche assai grandemente da quelli degli altri soci⁸⁸. In assenza di un precedente accordo del tipo di un *buy-sell agreement*, e specialmente in presenza di pacchetti azionari di minoranza, tali soggetti potrebbero ritrovarsi nella scomoda situazione dell’impossibilità di liquidare le proprie quote, pur non manifestando alcun concreto e attuale interesse nei confronti del loro investimento⁸⁹.

Per tale evenienza, una *stock transfer restriction* che imponga alla società o agli altri azionisti l’acquisto delle azioni del socio defunto può rappresentare per gli eredi una comoda opportunità di disinvestimento, ma soprattutto, per ciò che qui più interessa, un argine significativo rispetto all’ingresso di *shareholder* potenzialmente non graditi.

All’esito di questa breve digressione, e anche in una prospettiva storica, si può quindi rilevare come lo strumento contrattuale risulti nella pratica particolarmente utile nel permettere di adeguare alle situazioni concrete i modelli legislativamente previsti (con il limite, ovviamente, di un parere di segno contrario da parte delle Corti).

Nella fattispecie, un *buy-sell agreement* eseguito nel contesto di una *partnership* può consentire la prosecuzione del vincolo pur in assenza di quella *perpetual existence* di per sé estranea a questo schema contrattuale, dal quale, si ricorda, scaturisce unicamente l’accordo tra i *partner* per lo svolgimento in comune di un’attività economica, senza dar vita ad una nuova entità dotata di personalità giuridica.

In maniera quasi speculare, invece, nell’ambito di una *corporation* è lo stesso strumento ad avvicinare in qualche modo questo modello al primo, attraverso la valorizzazione di un elemento, quello personalistico, centrale affinché dal paradigma tipico si passi alla *close corporation*.

<https://smallbusiness.chron.com/general-partnership-amp-death-partner-39888.html>

⁸⁷ Will Kenton, Margaret James, “Buy-Sell Agreement: Definition, Types, Key Considerations”, Investopedia 2022.

<https://www.investopedia.com/terms/b/buy-and-sell-agreement.asp>

⁸⁸ Si pensi, ad esempio, al caso di figli minori.

⁸⁹ Per un approfondimento sul fenomeno della “*minority oppression*” si veda *infra* cap. 3 par. 2.

Al di là dell'evento-morte, che rappresenta comunque una delle circostanze più comuni in vista delle quali predisporre *ex ante* un apparato di regole adeguato, limiti alla trasferibilità delle azioni possono venire in considerazione ogniqualvolta uno *shareholder* manifesti l'intenzione di alienare le proprie quote di capitale. La volontà di preservare il più possibile l'identità e la continuità nel tempo della compagine azionaria originaria, pur rappresentando in questi casi l'oggetto principale di tutela, non sempre costituisce l'unica ragione di intervento. Assai frequente è anche il desiderio, condiviso dai soci, di mantenere in misura fissa e predeterminata le proporzioni dei diversi *asset* proprietari da ciascuno detenuti.

Si pensi all'ipotesi in cui i soggetti A, B, C, D ed E posseggano ognuno 200 azioni di una società, e che a un certo punto A decida di alienare la propria quota a B, in modo che questi si ritrovi a detenere il 40% del capitale. In questa situazione, è probabile che C, D ed E avrebbero preferito che le 200 azioni di A fossero acquistate in eguali proporzioni da tutti gli altri, così da ottenere ciascuno 50 azioni e ristabilire la condizione iniziale di equilibrio: una *stock transfer restriction*, precedentemente definita e opportunamente calibrata, in casi come questo concorrerebbe a prevenire l'insorgere di eventuali controversie.

In un'analisi che in alcuni passaggi contempla anche implicazioni di carattere psicologico, tra le ulteriori motivazioni William A. Gregory individua il proposito degli azionisti di limitare l'orizzonte della proprietà a coloro che tra i soci risultano direttamente coinvolti, in qualità di dipendenti, nel concreto svolgimento delle attività della società. A questo proposito, l'autore riporta l'esempio di specifici accordi di acquisto da parte della società applicabili a seguito del venir meno di uno dei suddetti rapporti d'impiego⁹⁰.

Tappa fondamentale nell'evoluzione della disciplina in materia di limiti alla trasferibilità delle azioni è stato il riconoscimento degli stessi all'interno delle legislazioni societarie via via adottate dai vari Stati a partire dalla seconda metà del XX secolo.

Come abbiamo visto, il *Delaware Code* richiede che tali restrizioni, la cui presenza assurge a requisito indispensabile ai fini dell'ottenimento della qualifica di *close corporation*⁹¹, siano consacrate nell'atto costitutivo, nello statuto o in un separato contratto⁹². Ne consegue che la scelta della sede più opportuna in cui inserire detti accordi è rimessa alla volontà delle parti.

Una delle ragioni che potrebbe portare a preferire la stipula di un apposito e distinto contratto è quella legata alla possibilità di eventuali future modifiche dei relativi termini.

Il *Delaware Code*, nella sezione del Titolo VIII dedicata alle modifiche dell'atto costitutivo, prevede infatti per questi casi la semplice maggioranza degli azionisti⁹³, ove invece per la modifica di un normale contratto è richiesto di regola il consenso di tutte le parti.

⁹⁰ W.A. Gregory, op. cit., p. 481.

⁹¹ Delaware Code, tit. 8, cap. 1, par. 342.

⁹² Delaware Code, tit. 8, cap. 1, par. 202.

⁹³ Delaware Code, tit. 8, cap. 1, par. 241.

3.1. *Stock Transfer Restrictions*: fattispecie legali

Al di là delle questioni formali, al paragrafo 202(c) della *DGCL* sono contemplate le tipologie di *stock transfer restrictions* legislativamente ammesse, che la norma distingue a seconda delle specifiche caratteristiche che vengono di volta in volta individuate.

È dunque opportuna, a questo punto, un'analisi approfondita delle singole fattispecie incluse nell'elenco.

Al primo punto, si fa riferimento a quelle restrizioni che obbligano il titolare delle azioni considerate a garantire alla società, ad altro azionista, a qualsivoglia altra persona o a qualsiasi possibile combinazione di questi soggetti la prelazione, da esercitare in un periodo di tempo ragionevole, sull'acquisto delle suddette azioni.

Congegnato nel testo originale della norma come un diritto di "*prior opportunity*", si tratta in sostanza di un *right of first refusal*, che assegna a coloro ai quali è attribuito la facoltà di acquistare le azioni cui la restrizione è apposta prima che il titolare delle stesse le trasferisca ad un terzo.

All'interno di uno schema così concepito, il beneficiario si trova nella condizione di poter valutare, sulla base dei propri interessi, quale sia nel caso concreto l'opzione a lui più conveniente. Egli, infatti, se riterrà opportuno potrà rifiutare⁹⁴ l'offerta consentendo quindi il trasferimento al soggetto terzo, così come, al contrario, potrà avvalersi della propria facoltà acquistando le quote oggetto dell'offerta.

Che sia la società, uno o più degli azionisti o in generale qualsiasi soggetto individuato nell'accordo, è evidente come il suddetto beneficiario assurga a vero e proprio *dominus* dell'intera operazione.

Nel caso in cui decida di esercitare l'opzione, in seguito potrà poi liberamente scegliere se continuare a detenere le azioni acquistate o diversamente cederle a sua volta, tenendo in ogni caso sempre presente la possibilità che anche altri soggetti godano del diritto di cui lui stesso in un primo momento ha potuto usufruire.

Il fatto che un tale meccanismo sia tra quelli di più agevole comprensione e più comunemente utilizzati in situazioni simili non lo esime però da alcuni aspetti potenzialmente problematici legati al suo concreto funzionamento.

Risalgono infatti al periodo immediatamente successivo all'entrata in vigore della Riforma del 1967 le prime opinioni espresse in dottrina al riguardo⁹⁵.

Si dà conto, ad esempio, della circostanza che spesso il prezzo di acquisto delle azioni considerate può risultare per il beneficiario oltremodo oneroso, andando di fatto a svilire notevolmente la portata stessa della clausola. Quanto detto si giustifica facilmente anche in ragione della previsione di un periodo di tempo prestabilito entro il quale esercitare l'opzione, intervallo che potrebbe rivelarsi insufficiente al reperimento dei fondi necessari, indipendentemente dal fatto che il beneficiario sia una persona fisica, o la stessa società.

⁹⁴ Da qui, non a caso, la denominazione "right of first refusal".

⁹⁵ Robert L. Reed, "Section 202 of the Delaware Corporation Law: Per Se Rules for Stock Transfer Restrictions", *Boston College Industrial and Commercial Law Review* 1968, pp. 405-428.

Con riferimento a questa ultima ipotesi, a venire in considerazione è poi un ulteriore possibile impedimento, derivante dall'applicazione del disposto del paragrafo 160(a) della stessa legge.

Ai sensi della suddetta norma, è fatto divieto ad una società di procedere all'acquisto di azioni proprie ove tale operazione possa in qualsiasi modo andare ad intaccare l'integrità del capitale sociale. Ciò significa che l'acquisto potrà eventualmente perfezionarsi unicamente in presenza di riserve disponibili debitamente accantonate, la cui mancanza comporterebbe inevitabilmente una riduzione del valore reale del capitale non corrisposta da un'eguale riduzione del suo valore nominale.

Considerando le diverse ipotesi sin qui esposte, è evidente come per un azionista che voglia eludere la restrizione sia sufficiente ritardare la vendita fintantoché egli non abbia la certezza che il beneficiario non disponga delle risorse finanziarie necessarie, o non possa valersi di riserve di capitale disponibili.

Al secondo punto dell'elenco, invece, si trovano menzionate quelle restrizioni che obbligano le medesime categorie di soggetti individuate nella prima fattispecie ad acquistare le azioni oggetto di un accordo cosiddetto di "acquisto/vendita".

Ci si riferisce, in questo caso, ad un classico esempio di *buy-sell agreement*, strumento che a detta di alcuni autori può essere considerato, semplificando, una sorta di "controparte" del *right of first refusal* appena trattato⁹⁶.

Ove effettivamente implementata, una simile previsione comporta per il soggetto onerato l'obbligo di acquistare le azioni considerate nel momento in cui il titolare decida di venderle. Si tratta, è evidente, di uno schema il cui utilizzo denota la ricerca di un equilibrio tra la tutela degli interessi della società e quelli dell'alienante, specialmente nel caso in cui quest'ultimo sia titolare di un pacchetto di minoranza. Infatti, se da un lato si persegue l'obiettivo di evitare l'ingresso di estranei nella compagine azionaria, dall'altro si fornisce all'alienante una concreta opportunità di liquidare prontamente le proprie quote, al netto delle difficoltà che normalmente sorgono in casi analoghi nel particolare contesto di una *close corporation*⁹⁷.

Da un punto di vista pratico, e viste anche le affinità riscontrabili con la fattispecie precedente, tale meccanismo può andare incontro, nel suo concreto dispiegarsi, a problematiche del tutto assimilabili a quelle poco sopra illustrate.

I soggetti individuati nell'accordo, anche qui rappresentati dalla società o da qualsiasi persona fisica, compresi gli azionisti, devono infatti trovarsi nelle condizioni di poter adempiere alla propria obbligazione, potendo effettivamente contare sulla pronta disponibilità di somme talvolta anche assai ingenti, a seconda di quanto stabilito nella clausola. Ne consegue che una società che voglia eludere la restrizione, in modo da non essere vincolata di fatto ai suoi effetti, potrà far risultare dai propri bilanci la mancanza di riserve all'uopo disponibili.

⁹⁶ *Ibidem*, p. 415.

⁹⁷ Vedi *infra* cap.3 par.

La terza ipotesi presa in considerazione dal paragrafo in esame si sostanzia in una “*consent restriction*”, ammettendosi l’adozione di una clausola che preveda l’espressione, da parte della società o degli ulteriori soggetti specificamente indicati, di una manifestazione di consenso relativa al trasferimento delle azioni considerate. Come esplicitato nella norma, tale gradimento può abbracciare anche elementi quali la persona del potenziale acquirente o il quantitativo di azioni oggetto dell’alienazione, nell’ottica ad esempio di stabilire un argine rispetto alla formazione di pacchetti azionari che superino determinate soglie percentuali. Mediante l’utilizzo di tale espediente, quindi, la società o i suoi azionisti hanno la possibilità di esercitare un controllo effettivo sugli esiti dell’operazione anche in quei casi in cui non possano, o non vogliano, divenire parte in causa del trasferimento acquistando le quote.

È possibile equiparare, per certi versi, questa forma di controllo a quella sottesa all’attribuzione di un *right of first refusal*, in cui il mancato esercizio dell’opzione di acquisto può essere visto come un’autorizzazione alla vendita delle azioni ad altro soggetto.

All’interno dello schema da ultimo delineato, si può notare come gli interessi dell’alienante siano completamente subordinati a quelli della società o degli altri azionisti, la cui volontà di segno positivo risulta elemento decisivo ai fini del perfezionamento del trasferimento. Unico limite al potenziale arbitrio e alla totale discrezionalità di coloro ai quali spetta l’espressione del consenso è il rispetto del canone della buona fede, che viene in rilievo quale principio generale di *common law* in ambito contrattuale⁹⁸.

Ne consegue, per tornare alle ipotesi contemplate nella disposizione, che ad esempio un eventuale diniego formulato con specifico riferimento alla persona del terzo acquirente potrà validamente essere manifestato ove tale scelta non sia dettata unicamente da motivazioni arbitrarie o di natura personale di chi la esprime, ma sia rivolta alla tutela del bene primario costituito dagli interessi della società.

Mentre al quarto punto è esplicitata la possibilità che le restrizioni precedenti siano riferite ad un quantitativo determinato di azioni, spunti interessanti emergono dall’analisi della fattispecie immediatamente successiva. Si tratta, in questo caso, della facoltà di predisporre un divieto di trasferibilità delle azioni considerate a talune persone o a talune categorie di persone, a condizione, qui sì, che tali designazioni non risultino “manifestamente irragionevoli”. Ai sensi della norma, quindi, le parti possono accordarsi *ex ante* al fine di impedire che soggetti ritenuti non graditi possano entrare a far parte della compagine azionaria, disponendo di una sorta di potere di veto del tutto simile a quello implicito nella *consent restriction*.

A differenza di quella situazione, però, nella fattispecie ora considerata si prevede che le limitazioni in questione vengano stabilite *ab initio*, in modo da prevenire o comunque ridurre sensibilmente l’insorgere di quelle controversie la cui evenienza è senz’altro più frequente nel momento, logicamente posteriore, in cui una proposta di vendita sia già stata formulata.

⁹⁸ R.L. Reed, op. cit., p. 419.

La stessa disposizione, inoltre, ammette la possibilità di vietare, o comunque limitare la trasferibilità delle azioni detenute dalle persone, o dalle particolari categorie di persone individuate nell'eventuale accordo, sempre che le suddette distinzioni si dimostrino conformi al parametro della ragionevolezza.

3.2. Il canone della ragionevolezza: aspetti pratici e ipotesi legali

Per quanto esuli dall'ambito di questa trattazione un'indagine volta alla puntuale definizione delle molteplici accezioni che il concetto di "ragionevolezza" può assumere nei diversi contesti giuridici di *common law* in cui viene in considerazione, è opportuna una breve ricognizione delle implicazioni che derivano dal suo impiego nella particolare materia di cui si tratta.

Tipico esempio di "concetto valvola", ai nostri fini è sufficiente rilevare che tale parametro è di regola utilizzato dalle Corti come strumento di controllo giurisdizionale del rispetto di quei principi di "*good faith*" e "*fair dealing*" che lo stesso *Restatement (Second) of Contracts*⁹⁹ colloca alla base della disciplina dei contratti¹⁰⁰. Più nello specifico, un test di ragionevolezza condotto in sede giudiziale sarà volto alla verifica dell'adeguatezza dei mezzi utilizzati, in rapporto alle finalità perseguite, così da accertare, in questo caso, che le restrizioni stabilite siano conformi allo scopo.

È dunque anche nell'ottica di redigere delle clausole che siano quanto più possibile in grado di superare l'eventuale vaglio giurisdizionale che la prassi, relativamente alle fasi di stesura delle *stock transfer restrictions*, individua nel registro della massima chiarezza e rigore concettuale l'approccio più indicato.

Nel particolare ambito delle *close corporation*, affinché sia dimostrato il rispetto del canone in esame dovrà innanzitutto risultare in maniera manifesta che la restrizione potenzialmente in questione sia stata apposta con l'intento di preservare l'integrità e la continuità dell'impresa. Al contrario, come suggerisce anche l'evoluzione storica della giurisprudenza sul tema, l'atteggiamento di cautela da sempre tenuto dalle corti nei riguardi di qualsivoglia limite ai diritti di alienazione delle azioni potrebbe costituire nei fatti un ostacolo difficilmente superabile¹⁰¹. È per questo che clausole formulate in modo da dare adito alla discrezionalità e all'arbitrio dei soggetti contemplati finiranno con buona probabilità per andare incontro ad una dichiarazione di nullità, a maggior ragione ove il suddetto effetto sia celato dietro ad una tassatività soltanto apparente.

Ad esempio, la previsione di termini perentori per l'esercizio di diritti di opzione, la definizione di criteri razionali capaci di indirizzare le scelte dei soggetti autorizzanti, o in generale la predisposizione di qualsiasi accorgimento che sia ispirato al concetto di trasparenza rappresentano senz'altro alcune delle tecniche più efficaci ai fini del superamento dello scrutinio di ragionevolezza.

⁹⁹ Redatto dall'American Law Institute, esso si colloca nell'alveo del fenomeno del "*restatement*", la cui idea di base è quella di riordinare, chiarificare ed esporre in maniera sistematica il diritto nella sua forma vigente. Essendo un prodotto della dottrina, non ha efficacia vincolante, ma costituisce piuttosto uno strumento di *soft law* cui le corti fanno abitualmente riferimento nell'adozione delle loro decisioni.

¹⁰⁰ Gregory Klass, George Letsas, Prince Saprai, "Philosophical Foundations of Contract Law", Oxford University Press 2014, pp. 272-293.

¹⁰¹ S.J. Leacock, op. cit., p. 156.

È interessante, a questo punto, rilevare come la *DGCL* al paragrafo 202(d) si occupi di elencare le ipotesi in cui la limitazione alla trasferibilità delle azioni si considera, con una presunzione assoluta, preordinata al conseguimento di un “*reasonable purpose*”.

Per quel che riguarda in particolare le *close corporation*, a venire in rilievo è la prima fattispecie, relativa a qualsiasi restrizione tesa a “mantenere la qualifica elettiva di società commerciale ai sensi del *Subchapter S* dell’*Internal Revenue Code*¹⁰²”.

Giova, a questo proposito, richiamare i requisiti richiesti dalla legge federale affinché una società possa eleggere tale *status*¹⁰³:

- essere una società di diritto interno;
- avere una compagine azionaria costituita unicamente da alcune specifiche categorie di azionisti (persone fisiche, *trust*, patrimoni ereditari, con l’esclusione di *partnership*, *corporation* e soggetti stranieri non residenti);
- avere una compagine azionaria costituita da non più di 100 azionisti;
- avere un capitale costituito da azioni di una sola categoria;
- rientrare nel novero delle società eleggibili.

Come si è già registrato nel capitolo introduttivo del presente lavoro, dall’acquisizione della qualifica di *s-corporation* consegue l’applicazione di un regime di tassazione che prevede il trattamento degli enti considerati quali “*pass-through entities*”, evitando l’impiego della cosiddetta “doppia imposizione”¹⁰⁴.

Non si può non pensare, a questo proposito, all’ultima tipologia di limiti individuata alla lettera *c* del paragrafo 202, ossia quella che ammette il divieto di trasferimento a determinate persone o a determinate categorie di persone. Anche soltanto intuitivamente, è chiaro come un meccanismo del genere risulti tra quelli all’uopo più adeguati.

La presunzione di carattere assoluto di cui alla lettera *d* del paragrafo 202, si badi bene, è riferita non tanto alla ragionevolezza della restrizione in sé, bensì alla ragionevolezza del fine che la stessa persegue.

Ciò significa, in buona sostanza, che la presunzione in esame varrà ad esimere i giudici dalla valutazione in concreto della ragionevolezza dello scopo per il quale una *stock transfer restriction* sia stata posta, senza però spingersi oltre. Una volta accertata la finalità di cui si discorre, andrà quindi operato un bilanciamento tra questa e il contenuto effettivo della restrizione, attraverso uno scrutinio da condurre in merito al rapporto tra i due elementi.

¹⁰² È la legge federale degli Stati Uniti in materia tributaria, collocata al Titolo 26 dell’*United States Code*.

¹⁰³ “Small Business and Self-Employed: S Corporation”, IRS, 2017.

<https://www.irs.gov/businesses/small-businesses-self-employed/s-corporations>.

¹⁰⁴ Vedi *supra*, cap. 1, par. 1.

Altra cosa, ovviamente, sarebbe stata la previsione di una presunzione assoluta riferita alla ragionevolezza della restrizione in sé, indipendentemente da quanto dalla stessa disposto e per il solo fatto di essere volta al mantenimento dello *status* di *s-corporation*.

In ogni caso, il grado di protezione offerto dalla norma, così come concepita, si presenta comunque apprezzabile, attribuendosi piena dignità ad uno dei benefici più significativi in vista dei quali una *close corporation* viene costituita.

4. La governance societaria e gli *shareholder agreement*

Dopo aver analizzato gli aspetti che concorrono a delineare la forma esteriore del modello della *close corporation*, occorre approfondire la particolare fisionomia della sua struttura interna, esaminando l'insieme delle regole e dei processi che stanno alla base del funzionamento della società.

Coerentemente con l'approccio sin qui tenuto nell'affrontare la tematica di cui si tratta, risulta indispensabile rievocare per sommi capi le caratteristiche tipiche del governo societario della *corporation* intesa nella sua accezione classica, riferibili cioè alle grandi società ad azionariato diffuso.

In queste, le funzioni di *governance* sono generalmente ripartite tra diversi livelli di potere e decisionali, segnatamente: (a)*board of directors*, (b)*officers*, (c)*managers*, (d)*shareholders*¹⁰⁵.

Le prime tre categorie di soggetti sono abitualmente composte da persone interne all'organizzazione della società¹⁰⁶, mentre dell'ultima, per la stessa definizione di *public corporation*, possono far parte anche azionisti i cui investimenti siano mossi unicamente da motivazioni di natura finanziaria, senza potenzialmente alcun legame diretto con gli aspetti operativi dell'impresa.

Ciò a cui si assiste è una netta separazione tra le due principali sfere attinenti l'una alla gestione, l'altra alla proprietà, le quali, pur non mancando elementi di reciproco contatto, rimangono saldamente nelle mani, rispettivamente, delle figure operative (*board of directors*, *officers*, *managers*) e della massa degli azionisti. Lo scenario ideale è dunque quello che vede l'assemblea degli azionisti nominare il consiglio d'amministrazione, il quale a sua volta elegge le altre cariche.

Nell'ambito di questo archetipo, l'elemento cardine della gestione centralizzata rappresenta la caratteristica di gran lunga più rilevante. La delega dei poteri di governo che in tal modo si realizza, oltre a contribuire all'efficientamento dei processi decisionali, aumenta la capacità di attrarre figure manageriali dotate di competenza e specializzazione, nonché costituisce un significativo incentivo all'innovazione e all'incremento della produttività¹⁰⁷.

¹⁰⁵ Orrin K. Ames II, "Closely Held Corporations: An Intersection of Business, Law, and Ethics", *Cumberland Law Review* 2012, p.176.

¹⁰⁶ Seppure incidentalmente, un'eccezione va rilevata con specifico riferimento al *Board of Directors*: a seguito dell'entrata in vigore del *Sarbanes-Oxley Act*, promulgato al fine di far fronte ai fenomeni corruttivi e agli scandali contabili che avevano coinvolto negli anni precedenti importanti aziende, si è infatti consolidata la tendenza, da parte di molte società, di nominare nei rispettivi consigli d'amministrazione anche figure esterne.

¹⁰⁷ J.A. McCahery, E.P. M. Vermeulen, op. cit., p. 20.

Situazione assai diversa è quella che si riscontra contestualmente alle *close corporation*, all'interno delle quali l'esperienza mostra che le funzioni e i ruoli appena delineati tendono a compenetrarsi assommandosi in capo alle medesime persone, dando vita così ad un modello di *governance* del tutto particolare.

A venire in considerazione è infatti la sostanziale identità tra coloro che amministrano l'impresa e coloro che si assumono il relativo rischio, a cui frequentemente si aggiunge la risultanza che gli stessi soggetti, in qualità di *employees*, vedono remunerato il proprio investimento non tanto attraverso la riscossione di dividendi, bensì sotto forma di salari.

Lo strumento giuridico tipicamente deputato all'implementazione di tale paradigma, anche qui, è rappresentato dagli *shareholder agreement*, dei quali si ricorda la centralità nello sviluppo delle dinamiche che portarono all'elaborazione e al successivo riconoscimento legale della nozione di *close corporation*¹⁰⁸.

Uno *shareholder agreement*, giova tenerlo presente, è un contratto, il cui oggetto e la cui portata possono variare a seconda del diverso grado di flessibilità della normativa di volta in volta di riferimento.

Una *close corporation*, come sostiene O'Kelley, da un punto di vista contrattualistico può essere invece considerata come una sorta di "spazio vuoto"¹⁰⁹, dal momento che le regole per essa stabilite non sono in grado per natura di far fronte a tutte le contingenze che possono presentarsi nel concreto della vita di una società¹¹⁰.

È in un simile contesto che la stipula di un contratto del genere di quelli in esame, nel rispetto dei limiti posti dalle norme imperative, fornisce ai soci la possibilità di adattare alle proprie necessità la struttura e il funzionamento della *corporation*, attraverso la previsione di accorgimenti o deviazioni dallo schema tipico che vadano a riempire le "lacune" della disciplina.

Analogamente a quanto visto a proposito dei limiti alla trasferibilità delle azioni, i quali, ove non previsti nell'atto costitutivo o nello statuto, costituiscono essi stessi oggetto di *shareholder agreement*, la *DGCL* individua nei suddetti accordi la sede d'elezione in cui consacrare eventuali intendimenti relativi alla definizione degli assetti di gestione societaria.

Le disposizioni dedicate ai cosiddetti "*control privileges*", secondo l'opinione dei primi commentatori della riforma del 1967, tra l'altro rappresentano la stessa ragion d'essere della previsione di una sezione separata appositamente riferita alle *close corporation*¹¹¹, la quale, dopo aver fissato i requisiti indefettibilmente richiesti ai fini dell'acquisizione della qualifica, procede con la trattazione delle prerogative da essa derivanti.

¹⁰⁸ Vedi *supra* cap. 1, par. 3.

¹⁰⁹ Charles R. O'Kelley, "Filling Gaps in the Close Corporation Contract: A Transaction Cost Analysis", *Northwestern University Law Review* 1992, p.216.

¹¹⁰ R. Molano León, op. cit., p. 227.

¹¹¹ R.J. Eckert, D.R. Wellens, op. cit., p. 523.

In primo luogo, al paragrafo 350 del capitolo relativo alle disposizioni in materia societaria, si ammette la validità di qualsiasi accordo scritto tra gli azionisti di una *close corporation*, o eventualmente tra questi ultimi ed un terzo soggetto estraneo alla compagine sociale, che vada a limitare o comunque a interferire sulla discrezionalità e sui poteri del consiglio d'amministrazione per ciò che riguarda la conduzione degli affari e delle attività della società. Detto accordo, che andrà sottoscritto da tanti azionisti rappresentanti almeno la maggioranza delle azioni emesse con diritto di voto, per quanto di competenza e proporzionalmente a quanto stabilito nello stesso, comporterà il trasferimento della responsabilità sugli atti o sulle omissioni relativi alla gestione dagli amministratori agli stessi azionisti che lo hanno stipulato.

In una prospettiva storica, la portata di un tale approdo formale risulta certamente di non poco momento, se soltanto si considerano le alterne vicende giurisprudenziali relative all'eseguibilità in questo campo degli *shareholder agreement* che avevano contraddistinto i decenni precedenti¹¹².

Si riporta soltanto, a titolo esemplificativo, un passaggio delle motivazioni della sentenza della *Delaware Court of Chancery* sul caso *Abercrombie v. Davies* del 1956, ritenuto da più parti decisivo¹¹³ ai fini del successivo adeguamento legislativo di cui stiamo dando conto.

Dopo aver dichiarato l'invalidità dell'accordo in base al quale il consiglio d'amministrazione dell'*American Oil Company* veniva spogliato delle proprie funzioni, con riferimento alla normativa societaria allora vigente nel Delaware la Corte ebbe a sostenere che "il nostro diritto societario non consente atti o accordi da parte degli azionisti che siano volti alla sottrazione di tutti i poteri del consiglio d'amministrazione, in modo che gli stessi si trovino sostanzialmente a condurre la gestione della società"¹¹⁴.

In base al dettato del paragrafo 350 ora in esame, a venir meno è proprio l'invalidità degli *shareholder agreement* in esso contemplati, essendo riconosciuta piena dignità alla loro attitudine ad andare a scalfire il complesso delle prerogative del *Board of Directors*, fino a quel momento ritenute intangibili.

La garantita possibilità di limitare, financo ad escluderla, la discrezionalità degli amministratori consente il trasferimento di fatto delle funzioni e delle responsabilità di governo societario a qualsivoglia coalizione di azionisti, eventualmente anche in accordo con soggetti estranei, alla sola condizione del soddisfacimento del requisito della maggioranza delle azioni con diritto di voto.

La deviazione dal modello classico della *corporation* non potrebbe essere più marcata: mentre in quell'ambito si assiste alla sostanziale assegnazione, legislativamente imposta, dei poteri di direzione degli affari e delle operazioni societarie in capo agli amministratori, con riferimento alle *close corporation* lo scenario è quello che vede gli azionisti riappropriarsi di tali attributi, potendo poi disporne e regolarne gli assetti a seconda delle circostanze¹¹⁵.

¹¹² Vedi *supra*, cap. 1, par. 3.

¹¹³ R.J. Eckert, D.R. Wellens, op. cit., p. 524.

¹¹⁴ Delaware Supreme Court of Chancery, *Abercrombie v. Davies*, 123 A.2d 893, 1956.

¹¹⁵ Kerry M. Lavalle, "Drafting Shareholder Agreement for the Closely-Held Business", *DePaul Business Law Journal* 1991, pp. 109-110.

Proseguendo su questa linea, la portata del paragrafo 351 risulta ancora più incisiva.

La suddetta disposizione, richiedendo il rispetto di condizioni formali più stringenti rispetto a quelle previste al paragrafo precedente, arriva infatti ad ammettere per una *close corporation* la possibilità di operare anche in assenza di un *Board of Directors* deputato alla sua amministrazione, così da configurare lo schema della gestione diretta in capo agli *shareholder*. Affinché tale previsione sia valida, è necessario che essa “venga inserita nell’atto costitutivo, attraverso una modifica che sia autorizzata da tutti i soci fondatori e sottoscrittori, o da tutti i titolari delle azioni emesse, con o senza diritto di voto.”

Si specifica, peraltro, che per abrogare il suddetto emendamento sarà poi sufficiente il voto favorevole di tanti azionisti rappresentanti la maggioranza delle azioni con diritto di voto, con l’ulteriore indicazione che l’eventuale adozione del modello di cui al paragrafo in esame dovrà in ogni caso risultare chiaramente dai certificati azionari.

La stessa norma, inoltre, puntualizza alcuni degli effetti che conseguono all’effettiva attuazione di quanto da essa previsto, disponendo in particolare che

- Non sarà necessaria la convocazione dell’assemblea dei soci per la nomina degli amministratori;
- A meno che non sia previsto diversamente, gli azionisti della società saranno considerati essi stessi amministratori ai fini delle disposizioni di cui al capitolo relativo alla materia societaria;
- Gli azionisti della società saranno soggetti alle responsabilità previste per gli amministratori.

Dal raffronto tra i due paragrafi di legge da ultimo considerati, emerge distintamente come le due fattispecie rappresentino la positivizzazione di altrettante situazioni tra di loro connesse sul piano empirico.

Decidere di eliminare il consiglio d’amministrazione dall’architettura societaria, infatti, a rigor di logica può essere considerato come il possibile esito finale di quell’ideale processo di progressiva erosione del dominio proprio delle figure degli amministratori.

Non è un caso, quindi, che per la seconda ipotesi sia necessario il voto unanime di tutti gli *shareholder*, così da subordinare, mediante l’attribuzione a ciascuno del diritto di veto, l’adozione di una decisione di così grande rilievo anche al consenso degli azionisti di minoranza.

Occorre altresì considerare che dal punto di vista contenutistico la norma di cui si tratta costituisce unicamente il riconoscimento sul piano legale di una situazione di fatto assai frequente e ampiamente consolidata, in cui l’idea di un *Board of Directors* indipendente e separato dalle persone dei soci si avvicina più che altro al concetto di finzione giuridica¹¹⁶.

Ed è pertanto quasi a corollario delle disposizioni da ultimo esaminate, e a completamento della disciplina sin qui descritta, che al paragrafo 354 si riconosce piena dignità a qualsiasi accordo tra gli azionisti di una

¹¹⁶ F. Hodge O’Neal, Robert B. Thompson, “O’Neal and Thompson’s Close Corporations and LLCs: Law and Practice”, West Third Revised Edition 2005, p. 25.

close corporation, eventualmente anche inserito nell'atto costitutivo o nello statuto, che rappresenti di fatto il tentativo delle parti di trattare la società alla stregua di una *partnership*, o di configurare le relazioni tra i soci o tra questi e la società secondo modalità assimilabili a quelle proprie del contesto organizzativo d'impresa ora richiamato.

Tra i vari aspetti alla cui regolazione il contenuto degli accordi può essere rivolto, e che la norma menziona a titolo esemplificativo, rientrano la gestione degli affari, la dichiarazione o la corresponsione dei dividendi o altra distribuzione dei profitti, l'elezione degli amministratori, l'impiego degli stessi soci alle dipendenze della società, le procedure di arbitrato per la risoluzione delle controversie, e in generale qualsiasi profilo attinente alla direzione delle attività dell'ente.

Come è noto, i rapporti sottesi ad un accordo di *partnership* sono informati alla più ampia libertà contrattuale e di azione delle parti, che possono in tal modo definire le reciproche relazioni a seconda di quanto appaia loro più opportuno nel concreto dispiegarsi delle diverse situazioni.

Dopo aver contemplato la possibilità di modulare, limitandola fino ad arrivare ad escluderla, la discrezionalità degli amministratori nella gestione della società, ed aver previsto la possibilità di elidere il consiglio d'amministrazione dal novero degli organi societari, agli occhi del legislatore nulla impediva di ammettere la validità di accordi attraverso i quali mutuare nel contesto di una *close corporation* meccanismi di *governance* tipicamente riferibili agli schemi traenti origine da un accordo di *partnership*.

Per quanto la previsione di una disposizione del genere di quella di cui si discorre possa a prima vista apparire superflua, anche considerato quanto già stabilito ai paragrafi 350 e 351, tale impressione viene facilmente sconfessata se soltanto si esaminano le possibili implicazioni derivanti da una sua effettiva applicazione.

“Amministrare la società in guisa di una *partnership*”, come recita testualmente la rubrica del paragrafo in esame, può infatti comportare, ad esempio, l'attribuzione ai singoli azionisti di un diritto di voto unico, indipendentemente dal numero delle azioni detenute, o allo stesso modo disgiungere dalle quote di partecipazione al capitale la redditività dell'investimento, legandola invece ad altri parametri quali la quantità di lavoro prestato alle dipendenze della società.

Nelle dinamiche interne alla vita di una *close corporation*, al pari di quanto accade in qualsiasi *corporation* (sia essa *publicly* o *closely held*) può sorgere l'occorrenza di stipulare anche accordi di altro tipo, che risultano estremamente utili nel definire, da una prospettiva *ex ante*, la condotta cui si atterranno le parti al presentarsi di determinate evenienze in essi contemplate.

Segnatamente, nel capitolo dedicato in generale alla materia societaria il *Delaware Code* disciplina i “*pooling agreement*”, i “*proxy agreement*” e i “*voting trust*”.

CAPITOLO TERZO

Problemi di “agency” e rimedi normativi

1. La teoria contrattualistica della *corporation* e il modello “principal-agent”

Ai fini di un’indagine che si preoccupi di cogliere quanto più dettagliatamente i diversi aspetti e la reale portata del modello di cui si tratta, è indispensabile analizzare, anche attraverso la lente dell’analisi economica del diritto¹¹⁷, le implicazioni derivanti dal suo concreto funzionamento, ed esaminare a quel punto il ruolo rivestito dal diritto societario nella regolazione delle dinamiche che verranno in rilievo.

In tale ottica il diritto societario, al di là della diversa ampiezza che tale nozione può assumere nei vari ordinamenti, fonda la propria ragion d’essere nell’elaborazione di strumenti giuridici che siano in grado di comporre i diversi interessi in gioco nell’ambito dell’organizzazione delle imprese commerciali. Le forme organizzative che in tal modo vengono concepite devono poi essere rese disponibili alla platea degli operatori economici, che saranno incentivati al loro utilizzo in considerazione dell’alterazione dei diritti di proprietà ad esse sottostanti¹¹⁸, nonché dell’apparato di regole speciali connesse alla loro adozione. Attraverso l’ente-società, gli imprenditori avranno la possibilità di contrattare in maniera agevole e ordinata, riducendo al tempo stesso il costo delle transazioni¹¹⁹.

Focalizzando l’attenzione sul fenomeno della *corporation*, va preliminarmente rilevato come la definizione concettuale della natura della stessa abbia dato adito, nel tempo, ad innumerevoli speculazioni e dibattiti dottrinali, ingaggiati con l’obiettivo di ricercare un’efficace base teorica all’interno della quale inquadrarne le caratteristiche.

¹¹⁷ Tale approccio, sviluppatosi a partire dagli anni Sessanta del Secolo scorso grazie ai contributi, tra gli altri, di Guido Calabresi e Ronald Coase, si propone di studiare i fenomeni giuridici applicando paradigmi propri dell’economia. L’utilizzo di questo metodo interpretativo permette di analizzare le molteplici interazioni esistenti tra le due distinte sfere del diritto e dell’economia, contribuendo a mettere in luce quelli che possono essere sul piano empirico gli effetti conseguiti dagli istituti o dalle discipline di volta in volta presi in esame. Ne consegue che gli strumenti dell’analisi economica del diritto si rivelano assai preziosi in sede di valutazione *ex post* delle normative adottate, nonché fungono da guida per i legislatori nella fase di definizione delle strategie da intraprendere.

¹¹⁸ Henry Hansmann, Reinier Kraakman, “The Essential Role of Organizational Law”, Yale Law Journal 2000, trad. it. in “Rivista delle società”, pp. 21 ss. con il titolo “Il ruolo essenziale dell’*organizational law*”.

¹¹⁹ R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. J. Hopt, H. Kanda, E. B. Rock, “The Anatomy of Corporate Law. A comparative and functional approach”, Oxford University Press 2004, ed. it. a cura di Luca Enriques, con il titolo “Diritto societario comparato. Un approccio funzionale”, Il Mulino, Bologna 2006, p. 8.

A questo proposito, occorre dar conto dei due principali modelli economici all'uopo elaborati, riconducibili rispettivamente alla teoria "contrattualistica" e alla teoria "comunitarian" della *corporation*¹²⁰.

Il modello contrattualistico, alla cui affermazione hanno contribuito le tesi dell'economista Milton Friedman in difesa della "*stockholder view*" da lui sostenuta con riferimento alla natura della *corporation*, è incentrato, appunto, sulla primazia degli interessi degli azionisti nell'ambito dei rapporti e delle dinamiche societarie. Secondo questa visione, la causa prima dell'esistenza di una *corporation* è la massimizzazione del profitto dei suoi azionisti, rispetto alla quale il soddisfacimento degli interessi degli altri soggetti correlati all'attività d'impresa (c.d. *stakeholder*, tra cui, oltre agli azionisti: lavoratori, clienti, fornitori)¹²¹ potrà essere conseguito soltanto in via subordinata ed eventuale.

La società, che di tale risultanza empirica costituisce il supporto strumentale, sulla scorta della dottrina ora in esame è concepita come un "fascio di rapporti contrattuali", comprensivo sia degli accordi originari dalla cui stipula essa ha preso avvio, sia dei contratti che nel corso della sua vita vengono continuamente sottoscritti e via via ridefiniti nel flusso quotidiano delle operazioni economiche.

L'enfasi che in tal modo viene posta sullo strumento contrattuale non fa che ridurre la società ad una mera finzione giuridica, che si rende però necessaria per fornire una veste formale all'insieme dei processi attraverso i quali gli interessi confliggenti dei diversi attori in gioco trovano equilibrio e composizione. Definire la società un "*nexus of contracts*" equivale infatti a considerare la stessa non più come un ente, bensì implica una sua valutazione alla stregua di un aggregato di soggetti che interagiscono al fine di produrre beni o servizi¹²².

Di conseguenza, coerentemente con l'impostazione liberista da cui la teoria trae la propria matrice culturale, in ambito societario andrebbe ridotto al minimo il campo d'intervento delle norme imperative, per lasciare invece spazio a regole suppletive derogabili dalle parti il cui impatto sarebbe decisivo per quanto riguarda la riduzione dei costi di transazione¹²³. Parimenti, la stessa previsione di doveri fiduciari di carattere imperativo, siano essi imposti dalla legge o definiti per via giurisprudenziale, sarebbe in contrasto con

¹²⁰ Per la verità, a seguito degli scandali finanziari che hanno investito l'economia americana all'inizio di questo secolo, culminati nello scoppio del caso *Enron*, si è assistito allo sviluppo di un terzo paradigma, ascrivibile alla cosiddetta "*Team Production Theory*". Sulla base di questa concezione, che sotto certi aspetti riprende alcuni degli argomenti della "*Communitarian Theory*", la *corporation* può essere considerata come un aggregato di soggetti che cooperano tra di loro al fine di produrre nuova ricchezza, le cui reciproche relazioni sono mediate e coordinate da una struttura gerarchica interna che vede al proprio vertice il *Board of Directors*. In tal modo, si persegue l'obiettivo di sfatare l'invalsa e pressoché esclusiva identificazione degli interessi della società con quelli degli *shareholder*, mettendo invece in risalto l'elemento della massimizzazione del valore della società in sé, distinta tanto dai suoi azionisti, quanto dagli altri *stakeholder* che con la stessa entrano in contatto.

Per quanto la teoria si distingua per l'apprezzabile sforzo rivolto alla minimizzazione dei comportamenti opportunistici insiti nelle trame dei rapporti di *governance* societaria, la sua diffusione ed il suo grado di sviluppo non sembrano ancora aver raggiunto livelli tali da poter concretamente influire sui processi di *lawmaking* e sull'interpretazione stessa del diritto in materia.

Per un approfondimento su questi argomenti si vedano, nell'ordine: M.M. Blair, L.A. Stout, "A Team Production Model Theory of Corporate Law", *Virginia Law Review* 1999 e E. Pollman, "Team Production Theory and Private Company Boards", *Seattle University Law Review* 2015.

¹²¹ O.K. Ames II, op. cit., pp. 180-81.

¹²² Diego Corapi, "Le società per azioni", in "Diritto Privato Comparato: Istituti e problemi", Laterza, Bari 2008, p. 446.

¹²³ *Ibidem*.

l'archetipo ideale propugnato dai contrattualisti, i quali al contrario sostengono che anche in questo ambito dovrebbero essere preservati i più ampi margini di autonomia negoziale dei soggetti coinvolti¹²⁴.

In contrapposizione con il modello contrattualistico, tradizionalmente sostenuto da quella parte della dottrina richiamantesi ai valori conservatori, studiosi d'ispirazione progressista hanno elaborato la cosiddetta "*communitarian theory*", che si propone di superare alcuni degli assunti visti finora suggerendo una concezione che sia capace di cogliere in maniera più puntuale le peculiarità della *corporation* anche alla luce del suo concreto operare sui mercati.

Di elaborazione più recente, il suo sviluppo si accompagna con il progressivo emergere di istanze postulanti una sempre maggiore attenzione a tutti i livelli nei confronti delle tematiche legate alla "Responsabilità Sociale d'Impresa"¹²⁵.

Alla base del modello viene in rilievo la considerazione della società quale "ente-comunità", che nell'effettivo dispiegarsi delle proprie attività si interfaccia ed entra in relazione con altre comunità.

In questo senso, la prospettiva di cui ci si occupa contraddice l'approccio contrattualistico, mettendo in risalto i molteplici rapporti che dall'ente-comunità si dipanano ed allargando la visuale rispetto all'alternativa impostazione incardinata sull'assoluta centralità attribuita al perseguimento dello "*shareholder value*". Detti rapporti, costituendo lo strumento attraverso cui la società interagisce con i diversi soggetti correlati, secondo i fautori della *communitarian theory* presentano caratteristiche che spesso esulano dalla dimensione tipicamente economica e commerciale, ben potendo basarsi su valori più ampi quali la fiducia ed il mutuo sostegno¹²⁶.

Pertanto, ed è questo il contributo di maggior portata di cui occorre dar conto, i sostenitori della teoria in esame sottolineano la necessità che la gestione di una *corporation* sia condotta tenendo nella debita considerazione le posizioni di tutte le "*constituencies*" che con la stessa si rapportano, ed evitando in tal modo che queste risultino sacrificate ad esclusivo beneficio degli azionisti.

Il che equivale ad affermare, in sostanza, che coloro ai quali è demandato il governo societario dovrebbero agire anche in vista del vantaggio di lavoratori, clienti, fornitori, creditori e in generale di tutti gli *stakeholder*, i quali a loro volta costituiscono altrettante comunità che agiscono nell'ambito della vita di relazione dell'ente-comunità di riferimento.

Tale concezione, ove effettivamente implementata a livello di diritto societario, porterebbe senz'altro alla definizione in capo agli amministratori di doveri fiduciari anche nei confronti dei diversi soggetti correlati

¹²⁴ Sandra K. Miller, "Fiduciary Duties in the LLC: Mandatory Core Duties to Protect the Interests of Others Beyond the Contracting Parties", *American Business Law Journal* 2009, p. 249.

¹²⁵ Per un approfondimento in materia si veda, tra gli altri D. Danko, J.S. Goldberg, S.R. Goldberg, R. Grant, "Corporate Social Responsibility: The United States vs. Europe", *Journal of Corporate & Finance* 2008.

¹²⁶ Stephen M. Bainbridge, "Community and Statism: A Conservative Contractarian Critique of Progressive Corporate Law Scholarship", *Cornell Law Review* 1997, p. 873.

sopracitati, introducendo quindi, anche nel particolare contesto di cui si tratta, elementi valoriali legalmente sanzionabili mutuati dall'etica¹²⁷.

È evidente, come sempre accade quando si tenta di congegnare dei modelli astratti che si propongono di descrivere in maniera sistematica i fenomeni della realtà, giustificandone attributi e meccanismi, che entrambe le teorie riescano a cogliere alcuni elementi, mancandone inevitabilmente altri.

In particolare, come sostiene Diego Corapi in “Diritto Privato Comparato: Istituti e problemi”, segnatamente nel capitolo dedicato alla trattazione delle società per azioni, “la *nexus of contracts theory* [...] non riesce invero a spiegare in modo soddisfacente come e in che misura la società venga comunque considerata nei confronti dei terzi una entità separata ed autonoma rispetto alle parti dei rapporti contrattuali interni”¹²⁸.

Al di là dei limiti e delle contraddizioni di fondo che la teoria contrattualistica presenta, è comunque un fatto che per lungo tempo, e in parte ancora oggi, le argomentazioni ad essa riferibili abbiano rappresentato in maniera pressoché incontrastata il paradigma dominante attraverso cui pensare ed analizzare le tematiche afferenti al dominio delle *corporation*, influenzando al tempo stesso la produzione normativa e la sua applicazione giurisprudenziale.

Ai fini del presente studio, ciò che più rileva con riguardo alla dottrina di cui si tratta è una delle maggiori implicazioni teoriche da essa derivanti, ossia il modello “*principal-agent*”, o “*agency theory*”.

Una delle definizioni classiche di questo schema, formulata nel 1976 da Michael Jensen e William H. Meckling, si basa infatti sull'assunto secondo il quale l'organizzazione societaria debba essere vista come nient'altro che una serie di rapporti contrattuali con i relativi diritti correlati¹²⁹.

In gran parte di questi rapporti, si configura la circostanza per cui il soddisfacimento dell'interesse di una parte, detta *principal*, dipende dagli atti posti in essere da un'altra parte, detta *agent*.

È all'interno di questa dinamica, che può essere sintetizzata facendo riferimento ad una situazione nella quale l'*agent* sia tenuto ad una prestazione nell'interesse del *principal*, che possono insorgere quelle manifestazioni patologiche che gli economisti definiscono, appunto, “problemi di *agency*”¹³⁰.

Le risultanze empiriche, infatti, dimostrano che tendenzialmente l'*agent* è in possesso di informazioni quantitativamente e qualitativamente migliori rispetto a quelle di cui dispone il *principal* in merito alle questioni rilevanti, il che si spiega facilmente anche alla luce del fatto che spesso proprio in considerazione di ciò la relazione tra i due soggetti viene ad esistere. In conseguenza dell'esistenza di tali asimmetrie, che in molti casi possono apparire anche assai notevoli (si pensi al divario informativo che può intercorrere tra i titolari di piccole quote di partecipazione al capitale di una grande società ad azionariato diffuso e i *manager* della stessa), e proporzionalmente ad esse, si assiste al rischio che gli *agent* siano portati ad operare in

¹²⁷ O.K. Ames II, op. cit., p. 183.

¹²⁸ D. Corapi, op. cit., p. 446.

¹²⁹ John Roberts, “Agency Theory, Ethics and Corporate Governance”, in “Corporate Governance: Does Any Size Fit? Advances in Public Interest Accounting”, Vol. 11, Elsevier Ltd. 2005, p. 251.

¹³⁰ J. Harmour, H. Hansmann, R. Kraakman, “Agency Problems, Legal Strategies and Enforcement”, European Corporate Governance Institute 2009, p. 3.

maniera opportunistica, agendo a detrimento degli interessi dei *principal* in vista del perseguimento del proprio vantaggio.

Con particolare riferimento alla sfera delle *corporation*, è possibile individuare tre tipologie di problemi di *agency*, che possono svilupparsi e venire in rilievo nelle trame dei rapporti ad esse sottostanti. La loro insorgenza, e le attività poste in essere dagli *agent* con l'intento di farvi fronte, possono comportare per l'impresa un aumento considerevole dei costi, che non a caso sono definiti "costi di *agency*".

È pertanto compito del diritto quello di adottare strategie ed elaborare rimedi che siano in grado di risolvere, o quantomeno di limitare, la proliferazione di tali fenomeni, contribuendo al tempo stesso all'abbattimento dei costi che ne derivano.

Una prima tipologia di problemi di *agency* è ascrivibile al conflitto che può generarsi tra "proprietari" e amministratori della società, che si verifica ogniqualvolta questi ultimi, in veste di *agent*, pongano in essere condotte ispirate dall'interesse personale perdendo di vista quello dei *principal*, rappresentati dai titolari di quote di partecipazione al capitale.

In seconda battuta, ad entrare potenzialmente in contrasto risultano le distinte sfere afferenti rispettivamente ai soci di minoranza e ai soci di maggioranza o di controllo, in uno schema che vede questi ultimi rivestire il ruolo di *agent* e i soggetti non di controllo quello di *principal*.

Da ultimo, è possibile rinvenire meccanismi analoghi anche nell'ambito dei rapporti che intercorrono tra la stessa società intesa come *principal*, e i diversi soggetti correlati che in quanto *agent* si interfacciano con la stessa.

A seconda delle caratteristiche peculiari del particolare contesto organizzativo d'impresa che venga preso a riferimento, dal proseguo di questa trattazione risulterà chiaro come l'entità e la portata delle manifestazioni di cui si è appena dato conto possano mutare anche grandemente, così come a variare saranno di volta in volta gli strumenti messi a disposizione dal diritto per farvi fronte.

2. Le *close corporation* e la "minority oppression"

Riportando l'attenzione sulle *close corporation*, che rispetto al modello archetipico delle *corporation* insistono in un rapporto di specie a genere, occorre a questo punto applicare i concetti espressi dall'*agency theory* muovendo dagli schemi astratti alla dimensione concreta delle possibili situazioni conflittuali, valutando quindi la natura e le modalità con cui tali conflitti si sviluppano contestualmente alla particolare forma societaria di cui ci si occupa.

In questa, i problemi di *agency* di maggior rilievo ed alla cui insorgenza si assiste con più frequenza sono riconducibili al paradigma del secondo tipo dei tre sopraindicati, che in larga misura assorbe il primo per via della sostanziale identità tra *ownership* e *control* di cui si è ampiamente argomentato.

In questi casi, infatti, a rivelarsi meritevole di particolare protezione è la posizione del tutto singolare rivestita dagli azionisti di minoranza, i quali, in assenza di un adeguato apparato regolatorio di tutela, vedono i propri interessi ed il relativo soddisfacimento completamente subordinati all'auspicata lealtà e alla correttezza della condotta dei soci di maggioranza o di controllo, cui di fatto sono demandati i poteri di governo della società. Ma veniamo con ordine.

Le *close corporation*, si ricorderà, afferiscono ad un modello organizzativo contraddistinto in estrema sintesi da un limitato numero di azionisti, dall'impossibilità di scambiare le azioni sui mercati regolamentati e dall'effettiva partecipazione dei soci alla gestione dell'impresa¹³¹.

Adottando quindi un approccio mutuato dall'analisi economica del diritto, è possibile analizzare la qualità delle interazioni tra questi tre elementi peculiari (e tra gli ulteriori tratti caratteristici che abitualmente vengono in considerazione come conseguenza dell'azione dei primi), ed esaminare come le dinamiche che in tal modo si innescano influiscano sulla dimensione dei problemi di *agency*, aggravandone o diversamente temperandone gli effetti. È necessario, pertanto, formulare in via preliminare alcune considerazioni di carattere generale, che contribuiscano a far luce sul contesto nel quale i comportamenti opportunistici adottati in danno delle minoranze originano e si sviluppano.

Rispetto a ciò che normalmente si verifica nelle grandi società ad azionariato diffuso, in cui nella maggior parte dei casi il capitale appare frazionato tra una miriade di *shareholder* mossi unicamente da motivazioni di natura finanziaria o speculativa, senza alcun reale interesse nei confronti degli aspetti operativi dell'attività cui si indirizza il loro investimento (c.d. "*detached investor*", N.d.A.)¹³², nell'ambito delle *close corporation* la situazione è assai diversa.

Con riferimento ad esse, infatti, si assiste ad una "più intima relazione tra capitale e lavoro"¹³³, ad indicare lo stretto legame che intercorre tra i titolari di quote di partecipazione e lo svolgimento di quelle "*day to day operations*" in cui si sostanzia la vita della società nel concreto della realtà economica.

Come viene puntualmente rilevato in un passaggio della sentenza della Corte d'Appello del Minnesota sul caso "*Pedro v. Pedro*" del 1990, "tra le principali aspettative degli azionisti di minoranza (di una *close corporation*, N.d.A.) vi sono senz'altro il coinvolgimento nella gestione e la possibilità di contribuire attivamente agli affari sociali in qualità di *employees*, nonché la prospettiva di veder remunerato il proprio pacchetto azionario"¹³⁴.

Dato di non secondaria importanza, desumibile dalla comune esperienza, è poi senza dubbio la circostanza che sovente all'origine della costituzione di una *close corporation* si rinviene la sussistenza tra i soci di vincoli di natura familiare o personale di altro tipo, in considerazione dei quali la previsione, per via

¹³¹ Vedi *supra*, cap. 2, par. 1.

¹³² Vedi *supra*, cap. 2, par. 4.

¹³³ Robert B. Thompson, "The Shareholder's Cause of Action for Oppression", *Business Law Review* 1993, p. 702.

¹³⁴ Minnesota Court of Appeals, *Pedro v. Pedro*, 463 N.W.2d 285, 1991.

statutaria o negoziale, di limiti alla circolazione delle azioni risulta decisiva nell'ottica di preservare l'integrità e la continuità nel tempo degli assetti proprietari originari¹³⁵. A ciò si aggiunge, come anche si è già avuto modo di rilevare, l'ulteriore risultanza che nel particolare ambito societario di cui si tratta “il ritorno sull'investimento avviene quasi sempre tramite la riscossione di salari parametrati al lavoro prestato alle dipendenze dell'ente”¹³⁶ in luogo del regime classico di remunerazione incentrato sulla corresponsione agli *shareholder* di dividendi in ragione della quantità di azioni da ciascuno possedute.

Alla luce dei dati testé richiamati, non può negarsi l'evidenza che l'impatto di alcuni di essi sull'entità dei problemi di *agency* sia positivo. Più nello specifico, il fatto che vi sia identità tra quanti si assumono il rischio d'impresa e coloro ai quali è demandata la direzione della società, se da una parte riduce la specializzazione delle funzioni e la capacità di attrazione delle competenze in ambito manageriale, dall'altra induce gli amministratori ad agire in maniera più attenta e ponderata, nell'ottica di evitare l'assunzione di decisioni avventate che possano in qualsiasi modo compromettere il buon andamento delle attività dell'ente e di rimando inficiare la qualità del proprio investimento.

Allo stesso modo, il numero limitato degli azionisti e la loro partecipazione attiva alla conduzione degli affari sociali concorrono alla mitigazione delle asimmetrie informative, e consentono in generale di attuare un monitoraggio più stringente sulle operazioni di gestione.

Oltre a ciò, Esterbrook e Fischel fanno notare come un contributo apprezzabile in questo senso sia quello fornito dalla rete di legami di natura non economica di cui si è dato conto con riferimento alle persone dei soci, che anche soltanto intuitivamente risultano fungere da argine rispetto all'insorgenza di eventuali conflitti di interesse¹³⁷.

Si dà il caso, però, che nonostante tali argomenti possano trovare effettiva rispondenza nell'ambito delle dinamiche relazionali insite nelle singole imprese, il loro apporto rispetto alla riduzione delle potenziali cause di conflitto non riguarda, se non in misura marginale, le posizioni degli azionisti di minoranza.

In particolare la circostanza per la quale le sfere della proprietà e della gestione permangono entrambe al livello degli *shareholder*, se da una parte vanifica lo schema *principal-agent* che nelle *public corporation* vede contrapposti amministratori e soci, dall'altra per certi versi ne ripropone i meccanismi all'interno dei rapporti tra soci di maggioranza o di controllo e soci di minoranza.

Come sostiene Douglas K. Moll, a svolgere un ruolo determinante in questa direzione sono la “*majority rule*” e la mancanza di un mercato secondario su cui scambiare le azioni¹³⁸.

¹³⁵ Vedi *supra*, cap. 2, par. 3.

¹³⁶ Daniel S. Kleinberger, “Why Not Good Faith? The Foibles of Fairness in the Law of Close Corporations”, *W. Mitchell Law Review* 1990, p. 1148.

¹³⁷ F.H. Easterbrook, D.R. Fischel, *op. cit.*, p. 274.

¹³⁸ Douglas K. Moll, “Shareholder Oppression and Fair Value: Of Discounts, Dates, and Dastardly Deeds in the Close Corporation”, *Duke Law Journal* 2004, p. 300.

Contestualmente ad una *close corporation*, infatti, la situazione che puntualmente si verifica è quella per cui il *Board of Directors* si trova stabilmente sotto il controllo dell'azionista o degli azionisti titolari della maggioranza dei diritti di voto, i quali hanno buon gioco nel nominare se stessi o soggetti di loro stretta fiducia nelle posizioni apicali¹³⁹. Oltretutto per la nomina degli amministratori, in assenza di una differente previsione, la regola generalmente applicabile è quella sintetizzabile con l'adagio "*first past the post*", in base alla quale, in un sistema di votazioni plurime sino ad esaurimento dei seggi da assegnare, affinché un candidato risulti eletto è sufficiente la maggioranza relativa¹⁴⁰.

La possibilità di stipulare accordi volti a limitare la discrezionalità degli amministratori, sancita al paragrafo 350 della *DGCL*, con specifico riferimento alla tutela delle minoranze in molti casi può risultare di fatto ininfluenza, in quanto ai fini della validità della sottoscrizione è richiesta in ogni caso la maggioranza delle azioni emesse con diritto di voto¹⁴¹.

Il paragrafo successivo, invece, attraverso l'inserimento di un'apposita clausola nell'atto costitutivo consente che la società sia gestita direttamente dagli azionisti in assenza di un consiglio d'amministrazione all'uopo designato¹⁴²: in pratica, una volta eliso anche formalmente l'organo tipicamente deputato al governo societario, i rapporti di forza e le conseguenti dinamiche di opposizione tra soci di maggioranza e soci di minoranza potranno ripresentarsi inalterate anche al livello degli *shareholder*, specie ove l'applicazione di tale misura non sia accompagnata dall'adozione di adeguati accorgimenti di tipo contrattuale¹⁴³.

Sulla base di queste considerazioni, che aiutano a chiarire i termini entro i quali si realizza il controllo da parte degli azionisti di maggioranza, si spiega facilmente come per gli stessi, conseguentemente, sia possibile porre in essere atti o comportamenti lesivi dei diritti delle minoranze, a cui spesso ci si riferisce con le espressioni "*freeze-out*" o "*squeeze-out*"¹⁴⁴. Come sottolineano al riguardo O'Neal e Thompson, i suddetti vocaboli alludono in generale all'utilizzo, da parte di proprietari o membri di organizzazioni commerciali, delle posizioni strategiche, delle informazioni riservate, dei poteri di direzione, nonché all'impiego di tecniche o strumenti giuridici per estromettere di fatto dall'impresa uno o più dei suddetti membri o proprietari¹⁴⁵, evenienza che può emergere allorché sorgano dei contrasti o venga meno quella comunione d'intenti tra i partecipanti indispensabile per l'esercizio in comune di qualsiasi attività economica.

Nell'ambito delle *close corporation*, tra le manifestazioni più comuni di tale fenomeno rientrano senz'altro il mancato riconoscimento di dividendi e salari, l'interruzione del rapporto d'impiego tra la società e l'azionista di minoranza, la totale esclusione di quest'ultimo dai processi decisionali o, se del caso, il suo

¹³⁹ D.S. Kleinberger, op. cit., pp. 1151-152.

¹⁴⁰ Vedi "Delaware Code", tit. 8, cap. 1, par. 216.

¹⁴¹ Vedi *supra*, cap. 2, par. 4.

¹⁴² *Ibidem*.

¹⁴³ Ci si riferisce ad esempio alla previsione, per l'assunzione di determinate decisioni, del cosiddetto "voto capitario", che attribuisce ad ogni azionista un unico diritto di voto, indipendentemente dalla quota di capitale sociale da ciascuno posseduta.

¹⁴⁴ D.K. Moll, op. cit., p. 301.

¹⁴⁵ F. Hodge O'Neal, Robert B. Thompson, "O'Neal's Oppression of Minority Shareholders", Callaghan 1985, pp. 1-4.

allontanamento dal consiglio d'amministrazione, il trasferimento ai soci di maggioranza degli utili derivanti dall'attività sociale. Sovente, i suddetti metodi vengono attuati in combinazione tra di loro, nell'ottica di una strategia integrata che si riveli quanto più efficace nel perseguimento dello scopo che ci si è prefissi.

A questo punto il socio di minoranza, privato di qualsiasi opportunità di profitto, e al tempo stesso spogliato della seppur minima capacità di influire sulla gestione degli affari sociali, potrebbe individuare nella liquidazione della propria quota di partecipazione l'unica via d'uscita da un investimento non più remunerativo.

In questa fase, tuttavia, per un potenziale acquirente l'investimento in una partecipazione di questo tipo con buona probabilità si rivelerebbe assai poco appetibile, circostanza a cui in ogni caso va aggiunto il più volte richiamato divieto per gli *shareholder* di accedere ai mercati azionari.

In particolare quest'ultima condizione, che tra l'altro il *Delaware Code* pone tra quelle indefettibilmente richieste ai fini dell'acquisizione dello *status* di *close corporation*¹⁴⁶, in concomitanza con gli elementi di cui si è poco sopra argomentato risulta decisiva affinché l'azionista di minoranza si ritrovi letteralmente "intrappolato" nella società che egli stesso ha contribuito a costituire¹⁴⁷.

La mancanza di un mercato secondario, infatti, oltre a precludere il principale sistema di pronta ed agevole liquidabilità degli *asset*, determina incertezza per quanto riguarda la determinazione del prezzo a cui scambiare le azioni, che in assenza di una "*pricing formula*" precedentemente definita può fortemente scoraggiare anche l'eventuale ricorso al collocamento privato. Se si considerano poi gli stessi limiti alla circolazione delle azioni imposti dallo statuto o stabiliti per via contrattuale, il quadro che si delinea raffigura una situazione difficilmente risolvibile se non al rischio di incorrere in elevati costi di transazione.

Oltre a ciò, Easterbrook e Fischel individuano due ulteriori fattispecie, corrispondenti ad altrettante modalità attraverso le quali la condizione suddetta influisce negativamente sulla posizione delle minoranze¹⁴⁸.

L'impossibilità di vendere le quote sui mercati azionari, innanzitutto, favorisce lo sviluppo di conflitti attorno alla politica dei dividendi e in generale con riguardo alla distribuzione sotto qualsiasi forma degli utili. Il socio di minoranza di una *close corporation*, ad esempio, manifestando in un dato momento la necessità di disporre di liquidità prontamente impiegabili per far fronte a contingenze di carattere personale, vedrebbe disattese le proprie legittime istanze ove semplicemente la società decidesse di trattenere buona parte degli utili. In questo caso, se eventuali prestatori rifiutassero di accettare le azioni in garanzia, l'azionista con molta probabilità sarebbe costretto a cedere al ribasso le quote ad uno o più degli altri azionisti, che in tal modo vedrebbero attribuire una gratificazione tangibile alle loro condotte espropriative¹⁴⁹.

¹⁴⁶ Vedi *supra*, cap. 2, par. 2.

¹⁴⁷ Mary Siegel, "Fiduciary Duty Myths in Close Corporate Law", *Delaware Journal of Corporate Law* 2004, p. 380.

¹⁴⁸ F.H. Easterbrook, D.R. Fischel, *op. cit.*, pp. 275-277.

¹⁴⁹ Si veda anche Kleinberger, *op. cit.* p. 1149.

In secondo luogo, si fa notare come il divieto di accedere al mercato secondario neutralizzi un fondamentale strumento di monitoraggio sulla gestione societaria.

Si argomenta, a tal proposito, che il meccanismo del “*take over*”, cui sono sottese la contendibilità degli assetti proprietari e la conseguente possibilità di variazioni nei ruoli operativi, con riferimento alle società ad azionariato diffuso fa sì che gli interessi degli amministratori tendano a convergere con quelli dei proprietari attuali, in una dinamica virtuosa che stimolando la massimizzazione del profitto conduca ad un incremento del valore di scambio dei titoli, così da scongiurare il pericolo di scalate ostili.

Al contrario nelle *close corporation*, dove la capacità di soggetti estranei di fare ingresso nella compagine azionaria si riduce drasticamente e le suddette argomentazioni perdono quindi di significato, vengono meno dei notevoli incentivi affinché l’azione manageriale sia improntata alla massima efficienza.

Da ultimo, i due autori spiegano come l’assenza di un prezzo di mercato per le azioni influisca sulle decisioni della generalità dei potenziali investitori.

Tale valore, alla cui determinazione, oltre alla domanda e all’offerta, concorrono notizie, informazioni e valutazioni relative all’andamento generale degli affari delle società di riferimento¹⁵⁰, rappresenta per gli investitori un importante indice della qualità del futuro investimento, oltre a fungere indirettamente, come abbiamo visto sopra, da stimolo per gli amministratori ad agire in maniera razionale.

In mancanza, i possibili acquirenti saranno privi di un parametro fondamentale su cui poter basare le proprie scelte, e saranno spinti a dirottare altrove le loro risorse economiche.

3. Il ruolo degli *shareholder agreement* nella prevenzione dei conflitti

Preso atto della natura e dell’entità delle relazioni conflittuali che possono innescarsi nel particolare contesto economico di una *close corporation*, è bene focalizzare l’attenzione sulle strategie di cui il diritto si avvale al fine di prevenirne l’insorgenza o eventualmente temperarne gli effetti.

In questo ambito, funzione della massima importanza è senz’altro quella rivestita dagli *shareholder agreement*, che in qualità di strumenti contrattuali volti a definire, nei limiti della legge, gli assetti interni e le caratteristiche funzionali dell’ente cui si riferiscono possono giocare un ruolo non trascurabile anche per ciò che specificamente riguarda la tutela degli azionisti di minoranza¹⁵¹.

Attraverso la stipula di uno dei suddetti accordi, le parti hanno la possibilità di predeterminare il contegno cui le stesse si atterranno al verificarsi delle particolari evenienze in essi contemplate, il che risulta, perlomeno sul piano teorico, assai confacente al soddisfacimento dei bisogni di tutela che i soci di minoranza manifestano.

¹⁵⁰ “Glossario Finanziario: Market Value”, Borsa Italiana 2023.
<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/market-value.html>

¹⁵¹ Vedi *supra*, cap. 2, par. 4.

Il ricorso ad alcune delle tipologie di *stock transfer restrictions* che la stessa *DGCL* prende in esame¹⁵², ad esempio, può rivelarsi particolarmente efficace ogniqualvolta si tratti di predisporre un apparato regolatorio volto a garantire il mantenimento dell'equilibrio negli assetti proprietari, o diversamente si voglia dotare un azionista di minoranza di una sicura via d'uscita dalla società attraverso la sottoscrizione di un *buy-sell agreement* ed il conseguente obbligo per i soggetti designati di acquistare le azioni considerate al prezzo ivi definito.

Per la verità, in questo ultimo caso, ci si trova di fronte all'ipotesi della previsione *ex ante* di un rimedio che necessariamente andrà ad operare *ex post*, ossia una volta che la situazione di abuso a danno del socio di minoranza sia già venuta ad esistenza.

Mentre in alcuni Stati come quello di New York e altri è consentito ad un azionista di minoranza vittima di condotte oppressive di adire i tribunali affinché questi impongano ad uno o più degli altri *shareholder* l'acquisto delle sue azioni, per quanto riguarda l'ordinamento del Delaware tale eventuale soluzione è totalmente rimessa all'autonomia contrattuale delle parti¹⁵³. A venire in considerazione, infatti, è la stessa giurisprudenza della *Delaware Supreme Court*, in argomento finora invalsa nel solco della linea tracciata dalla sentenza *Nixon v. Blackwell* del 1993.

In essa, la Corte ebbe a sostenere che gli strumenti che la legge mette a disposizione e che le buone pratiche societarie raccomandano sono di per sé sufficienti a fornire adeguata protezione ai soci di minoranza. Pertanto, ritenendo inopportuna l'imposizione per via giudiziale di un obbligo di *buy-out*, i giudici statuirono che “tale materia non riguarda la *common law*, bensì rientra nell'ambito della disciplina dei contratti”¹⁵⁴.

Parimenti funzionali alla salvaguardia degli interessi delle minoranze sono quegli accordi che attribuiscono alle stesse, nell'ambito delle materie specificamente previste, la possibilità di esercitare il diritto di veto, o che comunque stabiliscono *quorum* più elevati rispetto alla maggioranza assoluta.

Per quanto riguarda l'esercizio del diritto di voto, previa conclusione di un *pooling agreement* è poi possibile vincolare la scelta da esprimere in futuro a quanto definito nel contenuto dell'accordo, così come attraverso un *proxy agreement* può avvenire la delega dell'esercizio stesso ad un altro soggetto, sul presupposto, tra gli altri, che quest'ultimo possieda qualità e competenze tali da consentirgli di agire in maniera più razionale e informata.

Con riferimento alla nomina degli amministratori, ai sensi del paragrafo 214 della *DGCL* è inoltre consentita la previsione, in sede di redazione o di modifica dell'atto costitutivo, del “voto cumulativo”, che rafforza considerevolmente la capacità dei soci di minoranza di nominare almeno un componente del *Board of*

¹⁵² Vedi *supra*, cap. 2, par. 3.1.

¹⁵³ Peter Mahler, “Delaware Supreme Court: No Duty To Buy Out Minority Stockholder”, *New York Business Divorce* 2014. <https://www.nybusinessdivorce.com/2014/01/articles/buyout/delaware-supreme-court-nixes-common-law-right-to-stock-buy-out/#:~:text=Unlike%20New%20York%20and%20the,to%20compel%20a%20buy%20out.>

¹⁵⁴ Delaware Supreme Court, *Nixon v Blackwell*, 626 A.2d 1366, 1993.

Directors (sempre che, ovviamente, tale organo non sia stato soppresso in ossequio al dettato del paragrafo 351 della stessa legge)¹⁵⁵.

Essenziale alla prevenzione dei contrasti può altresì rivelarsi la predisposizione concordata di regole che disciplinino la politica dei dividendi, anche in considerazione della più volte ricordata caratteristica che accomuna gli *shareholder* di una *close corporation* per cui risulta che gli stessi assai raramente dispongono di un portafoglio diversificato che permetta loro di minimizzare i rischi, bensì tendono ad orientare i loro investimenti indirizzandoli quasi esclusivamente sulla società, dalla quale è perciò indispensabile che ottengano un ritorno.

Le diverse fattispecie sin qui riportate, che necessariamente si riferiscono ad alcune soltanto tra le tecniche di cui si raccomanda l'utilizzo al fine di contenere, da una prospettiva *ex ante*, l'insorgenza di conflitti che vadano a ledere gli interessi dei soci di minoranza, sono tutte accomunate dalla condizione che vi sia il consenso delle parti circa l'opportunità dell'adozione di uno o più di detti strumenti, e quindi sul contenuto degli stessi.

In altri termini ciò a cui gli azionisti sono chiamati, in una fase logicamente anteriore rispetto all'emergere dei contrasti, nella quale si presume viga una generale concordia tra i proprietari, è un'operazione di pianificazione rispetto al successivo svolgimento dei rapporti sottesi all'organizzazione societaria, a garanzia dei quali, e segnatamente del loro buon andamento, è bene che le differenti volontà convergano, specie con riferimento a particolari materie o argomenti.

A questo proposito, tuttavia, si dà il caso di far notare che non sempre, per il contesto socioeconomico in cui sovente il modello societario di cui ci si occupa viene utilizzato, gli *shareholder* di una *close corporation* hanno a disposizione quelle informazioni, quelle competenze tecniche o quell'avvedutezza necessarie per valutare *a priori* e quindi prevenire adeguatamente l'eventuale manifestarsi delle problematiche sopraesposte¹⁵⁶.

Di conseguenza, nonostante l'ampia possibilità di intervento che la legge riconosce all'autonomia contrattuale delle parti, spesso i soggetti che per primi avrebbero l'interesse ad impedire l'esacerbarsi dei problemi di *agency* rimangono inerti, o comunque non sono in grado di definire una regolamentazione valida ed efficace che possa tutelarli.

4. "Option to dissolve"

Similmente a quanto poco sopra esposto con riferimento al fenomeno del *buy-out*, la cui trattazione si è ritenuto di collocare in quella sede per via delle analogie con le diverse ipotesi di *stock transfer restrictions*, e a differenza di quanto accade in altri Stati¹⁵⁷, l'ordinamento societario del Delaware non prevede che un

¹⁵⁵ Delaware Code, tit. 8, cap. 1, par. 214.

¹⁵⁶ Mary Siegel, "Back to the Future: Appraisal Rights in the Twenty-First Century", Harvard Journal on Legislation 1995, pp. 114-115.

¹⁵⁷ Si tratta, in particolare, di quegli Stati in cui le Corti hanno fatto propria la dottrina cosiddetta delle "*reasonable expectations*". In base alla relativa giurisprudenza, una volta accertato che una determinata condotta abbia disatteso le ragionevoli aspettative del

azionista di minoranza, in risposta a comportamenti oppressivi messi in atto nei suoi confronti, possa invocare l'intervento giudiziale affinché si dichiari lo scioglimento della società.

Anche nel caso di specie, infatti, la regola è che le condizioni necessarie alla realizzazione di tale esito siano definite e predeterminate dalla comune volontà delle parti, cui spetta altresì di valutare l'opportunità o meno di eventuali previsioni in questo senso.

A venire in rilievo è il paragrafo 355 della *DGCL*, che insieme alle disposizioni relative ai rimedi da attuare in caso di “*deadlock*”¹⁵⁸ costituisce uno dei cosiddetti “*conflict privileges*” introdotti con speciale riferimento alle *close corporation*.

Stante il dettato della norma, è possibile inserire nell'atto costitutivo una clausola in forza della quale un azionista o tanti azionisti che siano titolari di una determinata percentuale di azioni di qualsiasi classe specificamente indicata siano abilitati ad attivare la procedura di scioglimento della società.

Per quanto riguarda le condizioni in presenza delle quali tale diritto si perfeziona, la disposizione ammette la semplice manifestazione di volontà di segno positivo da parte dei soggetti considerati (c.d. “*dissolution at will*”), o qualsiasi evento o circostanza dal cui verificarsi si voglia far discendere il sorgere dell'opzione, elementi questi che andranno espressamente definiti ed inseriti nella clausola.

Una volta che il soggetto si sia avvalso della facoltà attribuitagli, dovrà quanto prima darne avviso per iscritto agli altri soci, con l'ulteriore indicazione che decorsi inutilmente trenta giorni dalla data dell'avviso si darà corso alla procedura di scioglimento nelle stesse forme in cui ciò avviene quando la stessa sia stata decisa dai soci per iscritto ai sensi del paragrafo 228.

Nel caso in cui l'atto costitutivo non contenga una simile previsione, è comunque consentito colmare la lacuna in sede di modifica dello stesso, attraverso l'adozione di un emendamento che sia stato sottoscritto da tutti i titolari delle azioni emesse, con o senza diritto di voto, o in alternativa, ove nell'atto costitutivo sia così stabilito, da un numero di azionisti in ogni caso non inferiore ai due terzi del totale delle azioni.

La definizione di tale diritto in capo ad uno o più dei soci, si conclude, dovrà chiaramente risultare dai certificati azionari, circostanza in assenza della quale la relativa disposizione si considererà non apposta¹⁵⁹.

Anche per questa ipotesi, come ebbero già modo di rilevare i primi commentatori della Riforma del 1967, il riconoscimento sul piano teorico di uno strumento di tutela potenzialmente assai valido si scontra con una serie di non trascurabili difficoltà oggettive per ciò che attiene alla sua attuazione sul piano pratico.

socio di minoranza, producendo in tal modo una situazione di “*minority oppression*”, è possibile dichiarare giudizialmente la “*involuntary dissolution*” della società, a cui il socio di maggioranza potrà sottrarsi acquistando le azioni del ricorrente ad un prezzo che la stessa Corte determinerà facendo appello al concetto di “*fair value*”.

Alternativamente, l'obbligo di *buy-out* nei confronti del socio di maggioranza potrà essere imposto anche indipendentemente da una dichiarazione di scioglimento, in modo da tutelare comunque la pretesa dell'attore e al tempo stesso evitare la disgregazione dell'impresa.

¹⁵⁸ Vedi *infra*, cap. 3, par. 4.

¹⁵⁹ Delaware Code, tit. 8, cap. 1, par. 355.

Riuscire ad ottenere che una clausola come quella di cui al paragrafo ora in esame sia inserita nell'atto costitutivo, infatti, per un azionista di minoranza può rappresentare un risultato assai arduo da raggiungere, anche nella più favorevole delle ipotesi per la quale sia sufficiente una modifica dell'atto a maggioranza dei due terzi. Per quanto riguarda poi il contenuto stesso della disposizione da apporre, una soluzione di compromesso potrebbe essere quella che attribuisce il diritto all'esercizio dell'opzione non tanto al singolo azionista, bensì ai titolari di una determinata percentuale di azioni, condizione che però di fatto potrebbe escludere il socio di minoranza vittima di abuso dalla fruizione del beneficio¹⁶⁰.

Altri autori, d'altro canto, formulando considerazioni estendibili per analogia anche alle clausole o agli accordi che fanno sorgere in automatico diritti (o, viceversa, obblighi) di *buy-out*, sottolineano la doppia valenza che l'implementazione di tali rimedi può avere rispetto alla mitigazione dei problemi di *agency*.

Infatti, da una prospettiva *ex ante*, se da una parte la minaccia di attivare tali strumenti può indurre gli azionisti di maggioranza a tenere una condotta quanto più rispettosa delle prerogative delle minoranze, dall'altra, e in un'ottica generale, una loro effettiva previsione quali soluzioni cui far ricorso in ultima istanza potrebbe spingere gli stessi azionisti di minoranza a non prestare la dovuta attenzione alle situazioni di possibile conflitto, costituendo in ogni caso un disincentivo alla mitigazione dei contrasti internamente all'impresa¹⁶¹.

5. Situazioni di stallo nei processi decisionali: il “deadlock”

La *DGCL*, nella sezione dedicata alla trattazione delle *close corporation*, contiene due disposizioni la cui applicazione può venire in considerazione in relazione al determinarsi di particolari situazioni che comportino la paralisi nell'ambito dei processi decisionali sottesi all'attività di gestione della società: il *deadlock*.

Circostanze di questo genere, per quanto non sempre e non necessariamente siano sintomo di una conflittualità sistemica insita nell'organizzazione societaria, nondimeno possono condurre all'oggettiva impossibilità di portare avanti l'impresa, aprendo di conseguenza la strada allo scioglimento volontario che la stessa legge prevede in generale per le *corporation* al paragrafo 275¹⁶².

Nell'ordine quindi di offrire una possibile alternativa alla *dissolution*, così da garantire continuità allo svolgimento dei rapporti che dalla *close corporation* promanano, la legge propone l'attivazione di due procedure alternative, che nonostante siano in parte assimilabili sul piano sostanziale, sono tuttavia applicabili in un caso esclusivamente alle società che abbiano fatto ricorso alla gestione diretta in capo agli azionisti, nell'altro a quelle in cui viga ancora formalmente il sistema tradizionale di *governance* imperniato sulla presenza del *Board of Directors*.

¹⁶⁰ R.J. Eckert, D.R. Wellens, op. cit., p. 529.

¹⁶¹ Si veda, per un approfondimento, Daniel R. Fischel, Michael Bradley, “The Role of Liability Rules and the Derivative Suit in Corporate Law: A Theoretical and Empirical Analysis”, University of Chicago Law School 1986.

¹⁶² Delaware Code, tit. 8, cap. 1, par. 275.

Qualora nell'atto costitutivo sia stata inserita la previsione di cui al paragrafo 351, il paragrafo 352 dispone che, nell'eventualità in cui gli *shareholder* si trovino in disaccordo tra di loro, "così divisi" da compromettere gli affari della società o da comportare il rischio di un "danno irreparabile" per la stessa, il singolo azionista possa adire la *Court of Chancery* affinché questa provveda alla nomina di una o più persone nel ruolo di "*custodian*".

Si tratta, evidentemente, di un'ulteriore ipotesi che va ad aggiungersi a quelle già previste in generale per le *corporation* al paragrafo 226¹⁶³, circostanza avvalorata, oltre che dalla formula d'esordio con cui si apre la disposizione, dall'espressa indicazione normativa che anche in questo caso, ove la società si trovasse in stato d'insolvenza, gli stessi soggetti assumeranno altresì le funzioni di liquidatori.

Ai fini della presente trattazione, ancor più interessante è il contenuto del punto numero 2 del paragrafo in esame, che fissa, in alternativa a quanto stabilito al punto precedente, una seconda condizione legittimante il ricorso alla procedura di cui si discorre.

Ivi si dispone, infatti, che la nomina di un *custodian* potrà altresì essere richiesta dall'azionista che sia abilitato ad esercitare l'opzione di scioglimento della società ai sensi del paragrafo 355 poco sopra esaminato.

A questo punto, analizzando il combinato disposto dei paragrafi 352 e 355 dal punto di vista di un ipotetico socio di minoranza vittima di abuso, si può notare come per tale situazione la legge abbia voluto fornire due possibili soluzioni, entrambe poggianti sul comune presupposto che il soggetto sia stato formalmente investito del diritto di invocare la *dissolution* in forza di una clausola appositamente inserita nell'atto costitutivo. L'azionista, ancorché titolare della facoltà di attivare la procedura di scioglimento, all'avveramento della condizione potrà valutare se seguire questa strada o se, diversamente, rivolgersi alla Corte invocando la nomina di un *custodian* che si faccia carico dell'amministrazione della società.

Da ultimo, quasi a voler introdurre la disposizione immediatamente successiva, il paragrafo 352 abilita la Corte ad assegnare alla società, in luogo di un *custodian* e negli stessi casi per questo previsti, un "*provisional director*", il cui *status* e le cui prerogative sono trattati nel paragrafo che alla disciplina di tale figura è specificamente dedicato.

Il paragrafo 353, infatti, stabilisce che nell'ipotesi in cui vi sia disaccordo tra gli amministratori relativamente alla gestione della società, tale da non poter essere superato senza danno per la generalità degli *shareholder*, possa essere invocato l'intervento della *Court of Chancery* per la nomina di un "*provisional director*", che vada ad aggiungersi agli altri membri del consiglio d'amministrazione e possa dunque concorrere con il proprio voto al superamento della paralisi. Figura terza e imparziale rispetto agli interessi di varia natura che gravitano attorno all'ente, necessariamente estranea sia alla compagine sociale che alla

¹⁶³ Delaware Code, tit. 8, cap. 1, par. 226.

massa dei creditori, essa acquisisce gli stessi diritti e gli stessi obblighi degli altri amministratori, alla cui posizione è parificata.

Di conseguenza, rispetto a ciò che si verifica a seguito dell'assegnazione di un *custodian*, il quale assume su di sé le funzioni direttive in luogo degli azionisti irrimediabilmente divisi nella conduzione degli affari societari, la designazione di un amministratore provvisorio ha sicuramente un impatto meno marcato sulle dinamiche connesse alla direzione dell'impresa, la quale, nel secondo caso, permane comunque in capo al *Board of Directors*.

Dall'analisi delle disposizioni relative ai "*conflict privileges*", così come congegnati con riferimento alla speciale disciplina delle *close corporation*, emerge in maniera sufficientemente chiara quello che è l'atteggiamento tenuto del legislatore nei confronti del manifestarsi di conflitti nell'ambito dell'organizzazione societaria.

Le uniche circostanze al presentarsi delle quali è la legge stessa a fornire in automatico la possibilità di azionare un potenziale rimedio, in fin dei conti, si riducono a quelle ascrivibili alle situazioni di stasi nei processi decisionali di cui si è dato conto parlando a tal proposito di "*deadlock*", a fronte del quale è concepito l'intervento di un soggetto esterno la cui presenza possa garantire la prosecuzione dell'attività d'impresa.

Per quanto riguarda invece la tematica dei conflitti tra soci di maggioranza e soci di minoranza, ancorché siano previsti in astratto degli strumenti all'uopo elaborati (come la *involuntary dissolution* o il *buy-out*), la loro concreta implementazione è rimessa all'accordo dei soggetti coinvolti, risultanza che nei fatti restringe grandemente la possibilità effettiva di farvi ricorso.

6. La *Business Judgment Rule* e i "*fiduciary duties*"

Gli azionisti di minoranza che asseriscono di aver subito condotte oppressive da parte dei soci di controllo, in ogni caso, possono rivolgersi ai tribunali adducendo la violazione, da parte di questi ultimi, dei doveri fiduciari su di essi incombenti¹⁶⁴.

Tale rimedio, consistente in un sindacato da espletare *ex post* sull'operato dei soggetti ai quali è demandata la gestione della società, si inserisce nel quadro delle strategie elaborate dalle Corti nell'ottica di trovare un equilibrio tra la tutela degli interessi dell'ente e dei suoi azionisti e la garanzia di necessari margini di insindacabilità nel merito delle scelte di chi amministra.

A questo proposito, a venire in considerazione è la "*Business Judgment Rule*", che, in qualità di standard generalmente applicabile nell'ambito del diritto societario, costituisce il parametro di valutazione cui riferire in prima istanza gli atti eventualmente sottoposti a giudizio¹⁶⁵.

¹⁶⁴ F.H. Easterbrook, D.R. Fischel, op. cit., p. 291.

¹⁶⁵ Bernard S. Sharman, "The Importance of the Business Judgment Rule", NYU Journal of Law & Business 2017, pp. 28-29.

In una delle più efficaci formulazioni, essa è descritta come la presunzione che nella concreta esecuzione degli affari i titolari di funzioni direttive agiscano in maniera informata, in buona fede e nel ragionevole convincimento di apportare, con il loro operato, i migliori benefici all'interesse della società¹⁶⁶.

Di conseguenza, la "Regola" impedisce che le decisioni dei soggetti deputati alla gestione subiscano la cosiddetta "*entire fairness review*", offrendo una sorta di scudo che viene meno unicamente nel caso in cui si forniscano elementi tali da far sorgere un apprezzabile *fumus* della violazione dei doveri fiduciari, o del fatto che i processi decisionali siano stati inficiati dalla presenza di conflitti d'interesse.

Soltanto a quel punto, infatti, sarà possibile condurre quell'effettivo vaglio di correttezza dal cui esito potranno derivare, in caso di accertate violazioni, tutta una serie di conseguenze il cui novero nel tempo è andato progressivamente arricchendosi per opera della giurisprudenza.

Si tratta, ordunque, di esaminare in quali termini la categoria dei "*fiduciary duties*" si attagli nello specifico contesto delle *close corporation*, in considerazione sia del fatto che essi fungono da criterio guida cui necessariamente devono informarsi le condotte di gestione, sia della loro centralità in sede di determinazione di eventuali profili di responsabilità occorsi nell'ambito dello svolgimento di tali attività.

In via preliminare, non può non segnalarsi l'ampio dibattito, tuttora in corso in dottrina e in giurisprudenza, sulla natura e sul contenuto stesso dei suddetti doveri fiduciari, unitamente alla questione, diversamente risolta, relativa a quali soggetti siano da considerarsi gravati e a tutela di chi debba ritenersi che tali oneri siano posti.

Sul piano sostanziale, dato pacifico e generalmente riscontrabile anche al di là dello stretto ambito di pertinenza delle *close corporation* è quello per cui i soggetti titolari delle funzioni direttive sono tenuti quantomeno al rispetto del "*duty of care*" e del "*duty of loyalty*"¹⁶⁷.

In particolare, il primo dei due parametri richiede che l'amministratore assolva i propri compiti con la diligenza tipica della "*reasonable person*", da valutare in concreto sia rispetto agli atti compiuti che alle eventuali omissioni. Di conseguenza, il sindacato di cui si discorre andrà espletato focalizzando l'attenzione non tanto sul merito delle decisioni, quanto piuttosto sulle modalità e sulla qualità dei processi attraverso i quali dette decisioni siano state assunte.

A venire in considerazione, saranno quindi elementi quali la razionalità e l'avvedutezza adoperate nell'adozione delle deliberazioni, la coerenza e l'adeguatezza dei criteri utilizzati, e in generale l'attitudine ad agire in modo informato, valutandosi positivamente la buona fede ogniqualvolta gli sforzi tesi all'acquisizione di elementi conoscitivi non abbiano tuttavia consentito la formazione di una base sufficientemente solida su cui poggiare le scelte effettuate.

¹⁶⁶ Delaware Supreme Court, *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 1984.

¹⁶⁷ Arthur R. Pinto, "Protection of Close Corporation Minority Shareholders in the United States", *The American Journal of Comparative Law* 2014, p. 367.

L'ulteriore dimensione in cui si manifesta il concetto di “*fiduciary duty*”, come poco sopra accennato, è rappresentata dal *duty of loyalty*, che se inteso nel suo significato più ampio e calzante impone a chi amministra di agire nel miglior interesse della società e dei suoi azionisti.

Si dà il caso che l'interpretazione che tradizionalmente soleva attribuirsi a tale nozione alludesse ad un generico dovere di lealtà nei confronti dell'ente in sé, escludendo, se non altro da un punto di vista formale, un analogo contegno da tenersi nei riguardi della sfera degli azionisti. In realtà, come puntualmente rilevato dalla Corte Suprema del Delaware nella decisione sul caso *Stone v. Ritter*¹⁶⁸ del 2006, ammettere che condotte potenzialmente pregiudizievoli dei diritti degli *shareholder* potessero nondimeno essere considerate legittime in quanto *prima facie* non lesive degli interessi della società costituiva elemento di indubbia incoerenza ed illogicità nel sistema, tanto da indurre la stessa Corte a dichiarare espressamente che l'osservanza del medesimo obbligo sia richiesta anche a tutela delle figure dei soci.

Sul piano sostanziale, dunque, si fa divieto ai titolari di funzioni direttive di perseguire obiettivi che esulino dall'esclusivo vantaggio per la società e per gli azionisti, così da scongiurare che eventuali condotte volte all'ottenimento di benefici di carattere personale possano in qualsiasi modo procurare detrimento all'impresa nel suo complesso e di rimando ai suoi proprietari. Oltre a ciò, in un'interpretazione che al di là della dimensione negativa sappia valorizzare anche gli aspetti di contenuto positivo, si ritiene generalmente che per i soggetti considerati non sia sufficiente astenersi dal compimento di atti tesi al perseguimento di finalità opportunistiche, ma si impone altresì un monitoraggio effettivo e costante sullo svolgimento degli affari dell'ente, a garanzia che questi si sviluppino in conformità con quanto disposto dalla legge e dalla *common law*¹⁶⁹.

Dopo aver riempito di significato le categorie così come in astratto definite, occorre dar conto delle due principali e alternative scuole di pensiero che sono andate formandosi attorno alla questione relativa alle diverse possibili implicazioni derivanti dalla concreta applicazione dei concetti sopraesposti nel particolare contesto delle *close corporation*.

Ci si riferisce, segnatamente, ai due distinti filoni giurisprudenziali comunemente indicati come “*majority rule*” e “*minority rule*”, così designati sulla base della differente diffusione e del diverso grado di consenso che i rispettivi approdi sono riusciti ad acquisire.

La posizione attualmente maggioritaria è andata delineandosi sulla scorta di una serie di decisioni emesse negli anni dalle Corti del Massachusetts, cui di seguito si è via via adeguata la giurisprudenza di gran parte degli altri Stati. Secondo tale impostazione, tutti gli *shareholder* di una *close corporation*, siano essi titolari o meno di compiti di gestione della società, sono da considerarsi “fiduciari” della stessa, e proprio in virtù di questo si ritiene che essi debbano assolvere ai relativi obblighi conformandosi a canoni di comportamento

¹⁶⁸ Delaware Supreme Court, *Stone v. Ritter*, 911 A.2d 362, 2006.

¹⁶⁹ O.K. Ames II, op. cit., p. 193.

più stringenti rispetto a quelli comunemente imposti agli stessi amministratori di società ad azionariato diffuso. Di conseguenza, in sede di scrutinio giurisdizionale, affinché sia rilevata la correttezza di una determinata condotta andrà provata non solo e non tanto l'osservanza dei già citati *duty of care* e *duty of loyalty*, bensì dovrà guardarsi ad uno *standard* più confacente ad un contesto in cui l'elemento che maggiormente caratterizza le relazioni tra i soggetti in gioco è quello personalistico.

Ciò che andrebbe valorizzato, si argomenta, sono le affinità riscontrabili tra la tipologia societaria di cui ci si occupa e il diverso modello delle *partnership*, nell'ambito delle quali i *partner* sono vincolati al rispetto di un dovere di "massima buona fede e lealtà" nei reciproci rapporti¹⁷⁰.

Molti di questi concetti, non è un caso, sono alla base della sentenza della Corte Suprema del Massachusetts sul caso *Donahue v. Rodd Electrotyp Co.*¹⁷¹ del 1975, cui da più parti si fa risalire l'origine dell'indirizzo ora in esame. Tale pronuncia, oltre a rappresentare una pietra miliare nel processo di sviluppo che ha portato ad una compiuta definizione del paradigma delle *close corporation*¹⁷², si segnala infatti per aver saputo mettere in luce, cogliendone quanto più fedelmente le sfumature, le dinamiche intercorrenti tra i partecipanti a società di questo tipo, sfatando l'invalsa equiparazione con quanto normalmente si verifica contestualmente ad una *corporation* nell'accezione classica del termine.

Nella fattispecie, ad essere in questione era il riacquisto da parte della società di alcune azioni dell'azionista di maggioranza, Henry Rodd. Il socio di minoranza, Euphemia Donahue, si opponeva al riacquisto in quanto asseriva che tale diritto, ad altri riconosciuto, venisse a lei negato, o che comunque fosse impedito alla società di acquistare le sue quote negli stessi termini e alle medesime condizioni.

Pertanto, il ricorrente chiamava in giudizio gli amministratori (la cui maggioranza era rappresentata dallo stesso Rodd e da alcuni dei suoi figli) per la violazione dei *fiduciary duties* su di essi incombenti.

Statuendo che in assenza di un *buy-sell agreement* precedentemente stipulato un azionista di minoranza debba godere di pari opportunità di vendita rispetto a quanto concesso all'azionista di controllo, la Corte nel caso concreto accoglieva la domanda del ricorrente, rilevando la mancata osservanza dei doveri fiduciari sia da parte degli amministratori, sia da parte di Henry Rodd in quanto socio di maggioranza.

Estendendo alla situazione sottoposta al loro vaglio il diritto applicabile ai membri di una *partnership*, i giudici dichiaravano che similmente a questi, tutti i soci di una *close corporation* sono tenuti l'un l'altro al rispetto dell'elevato *standard* di comportamento tipico di quel contesto, cui le condotte di cui si è detto inevitabilmente non si conformavano.

Le suddette argomentazioni, riprese pochi mesi dopo nella decisione sul caso *Wilkes v. Springside Nursing Home*¹⁷³ e in seguito ulteriormente sviluppate, come già accennato si sono via via diffuse fino a dar vita ad una giurisprudenza ampia e consolidata.

¹⁷⁰ Mary Siegel, "Fiduciary Duty Myths in Close Corporate Law", Delaware Journal of Corporate Law 2004, p. 380.

¹⁷¹ Massachusetts Supreme Court, *Donahue v. Rodd Electrotyp Co.*, 328 N.E.2d 505, 1975.

¹⁷² Vedi *supra*, cap. 2, par. 1.

¹⁷³ Massachusetts Supreme Court, *Wilkes v. Springside Nursing Home*, 353 N.E.2d 657, 1976.

Per quanto gli Stati che non aderiscono a tale indirizzo costituiscano niente più che una sparuta minoranza, nondimeno le relative posizioni acquisiscono rilievo alla luce del fatto che ad esse risulta essersi adeguata la stessa giurisprudenza del Delaware, la cui centralità in ambito societario, allo stato attuale, è dato acclarato ed incontrovertibile.

Da una lettura coordinata che contempra le sentenze *Ueltzhoffer v. Fox Fire Development Co.*¹⁷⁴ e *Nixon v. Blackwell*¹⁷⁵, prime in ordine di tempo, così come le altre decisioni pronunciate in seguito con riferimento al fenomeno della “*minority oppression*”, si evince che nonostante una progressiva apertura all’esplicito riconoscimento di obblighi di tutela anche nei confronti delle minoranze, permanga tuttavia un’indefessa tendenza in senso conservativo su alcuni punti fondamentali. In particolare, si rigetta l’approccio che vede i soci di una *close corporation* vincolati ad un più elevato *standard* di *fiduciary duty*, continuando quindi a valere il tradizionale parametro del *duty of care and loyalty* normalmente applicato alle *corporation*.

Disconoscendo per ciò che qui interessa di operare l’analogia con lo schema delle *partnership*, il ragionamento dei giudici del Delaware parte dall’assunto che non esistano doveri fiduciari al cui rispetto i singoli *shareholder* sono tenuti l’un l’altro, intendendosi tali obblighi posti primariamente a tutela della società. Di conseguenza, si considerano quali soggetti gravati unicamente gli amministratori e i soci di controllo nell’ambito dell’esercizio dei rispettivi compiti di gestione, marcando in questo modo una netta distinzione rispetto all’opinione di chi sostiene che tali oneri debbano essere estesi, con riferimento alle *close corporation*, a tutti gli azionisti.

Da un punto di vista procedurale, l’azionista che voglia intentare una causa per violazione dei *fiduciary duties* ha a disposizione due strade¹⁷⁶.

Nel caso in cui la condotta contestata abbia arrecato danno in primo luogo alla società, è a quest’ultima che spetterebbe la relativa azione, elemento che però si scontra con la circostanza che i soci di controllo, cui spesso sono direttamente ascrivibili gli atti o le omissioni in questione, raramente ne consentono l’esercizio. È a questo punto che il socio di minoranza, in rappresentanza della società, è titolato a perseguire per conto della stessa quella che è definita una “*derivative action*”. Ad essere parte in causa è quindi l’ente, cui unicamente saranno rivolti eventuali risarcimenti o misure di ripristino anche in presenza di un oggettivo pregiudizio indirettamente realizzatosi rispetto agli interessi di uno o più dei soci.

Laddove oggetto della controversia sia l’abuso della propria posizione da parte degli azionisti di controllo, anche attraverso l’improprio sfruttamento degli *asset* societari, alle minoranze si riconosce tendenzialmente il diritto al ricorso in via derivata.

¹⁷⁴ Delaware Court of Chancery, *Ueltzhoffer v. Fox Fire Development Co.*, 618 A2d 90, 1992.

¹⁷⁵ Delaware Supreme Court, *Nixon v. Blackwell*, 626 A2d 1366, 1993.

¹⁷⁶ A.R. Pinto, op. cit., pp. 377-378.

Altrimenti, per poter accedere all'esercizio di una "*direct action*", l'azionista dovrà convincere i giudici di aver subito un detrimento diretto dall'operato posto in essere dalla controparte, così da poter beneficiare in prima persona degli effetti di un accoglimento della propria domanda.

Allo stesso modo, e coerentemente con quanto poco sopra esposto, lo strumento dell'azione diretta verrà in considerazione ogniqualvolta ad essere in questione sia l'asserita violazione di un "*enhanced fiduciary duty*", evidentemente in quegli Stati in cui vige l'adesione alla "*majority rule*" nei termini testé descritti.

CAPITOLO QUARTO

Un'analisi comparatistica: il raffronto con le società a responsabilità limitata

1. Inquadramento ed evoluzione storica del modello

La messa a punto di strumenti giuridici in grado di rispondere alle necessità delle imprese di piccole e medie dimensioni, fornendo loro la possibilità di dotarsi della veste formale più adeguata e confacente, è un'esigenza storicamente avvertita in gran parte degli ordinamenti della tradizione occidentale, sia di *common law* che di *civil law*.

Volgendo lo sguardo in particolare all'ordinamento italiano, ed operando un parallelo con l'esperienza oggetto della presente trattazione, è possibile rintracciare non trascurabili affinità nei processi evolutivi che hanno contraddistinto le *close corporation* da una parte, e le società a responsabilità limitata dall'altra.

In entrambi i casi, infatti, si assiste al tentativo di combinare i benefici propri di un modello tipico di riferimento a base capitalistica (rispettivamente, la società per azioni e la *corporation*), con alcune delle caratteristiche delle principali forme organizzative a base personale (segnatamente, le società di persone e le *partnership*). Ciò a cui si mirava, in sostanza, era l'elaborazione di uno schema societario in cui al carattere dell'autonomia patrimoniale perfetta potessero affiancarsi elementi quali un'architettura interna quanto più destrutturata e una disciplina flessibile in gran parte rimessa all'autonomia statutaria.

Al netto delle più recenti innovazioni legislative che sotto vari aspetti ne hanno scardinato i caratteri essenziali, è un fatto che le società a responsabilità limitata, quantomeno nella loro forma ordinaria, si collocano in una posizione intermedia tra la sfera delle società di persone e quella delle società di capitali, ovvero, detto in altre parole, pur essendo ascrivibili al novero delle società di capitali, ne costituiscono una tipologia per così dire "attenuata"¹⁷⁷.

Introdotta nel 1942 nel corpo del nuovo codice civile, la s.r.l. si proponeva di replicare nell'ordinamento italiano gli esiti raggiunti in Germania con la *GmbH* e in Francia con la *s.a.r.l.*¹⁷⁸, andando a colmare quella che da più parti era avvertita come una vera e propria lacuna nella disciplina interna delle società.

¹⁷⁷ Sabino Fortunato, "La società a responsabilità limitata: Lezioni sul modello societario più diffuso", G. Giappichelli Editore, Torino 2020, p. 1.

¹⁷⁸ G. Alpa, M.J. Bonell, D. Corapi, L. Moccia, V.Z. Zencovich, A. Zoppini, op. cit., pp. 453-454.

In questa fase, preme rimarcare la netta differenza esistente tra i sistemi di *common law* e quelli di *civil law* per ciò che attiene al fenomeno della produzione del diritto, circostanza per quale, nel secondo caso, in assenza di un intervento positivo da parte della legge risultavano nulli i margini a disposizione degli operatori economici per adattare il paradigma legale dell'allora vigente "società anonima"¹⁷⁹ attraverso lo strumento contrattuale.

Per quanto in astratto l'intenzione del legislatore fosse quella di predisporre un modello ben distinto rispetto a quello approntato per le società per azioni, di fatto, a dispetto di una formale autonomia il regime inizialmente definito per le s.r.l. si componeva di un numero relativamente esiguo di articoli ed era in larga parte plasmato sulla disciplina delle s.p.a. mediante il frequente ricorso alla tecnica del rinvio.

Coerentemente con quanto esposto in una delle relazioni di accompagnamento al progetto preliminare del Codice, tale "più modesta forma associativa"¹⁸⁰ andò configurandosi come una speciale tipologia attenuata di società per azioni vincolata al divieto di emettere azioni e obbligazioni, destinata a venire incontro alle esigenze di iniziative imprenditoriali a compagine sociale ridotta e a limitato apporto di capitale¹⁸¹.

Nonostante nei decenni successivi si sia assistito al susseguirsi di numerose modifiche normative, per la maggior parte in attuazione di direttive di matrice comunitaria, per lungo tempo l'impianto generale delle s.r.l. è rimasto sostanzialmente fedele all'impostazione originaria, mancando di valorizzare compiutamente quell'elemento personalistico che solo avrebbe consentito l'effettiva acquisizione di un carattere intermedio tra società di persone e società azionarie¹⁸².

È con la Riforma del 2003, intervento complessivo di riorganizzazione della materia afferente alle società di capitali, che la società a responsabilità limitata si affranca definitivamente dalla società per azioni, assistendo alla compiuta maturazione dei propri caratteri fondamentali e mutando radicalmente la propria collocazione sistematica.

La stessa legge 3 ottobre 2001, n. 366, con la quale il Parlamento conferiva al Governo la delega per la riforma del diritto societario, elencando i principi e i criteri direttivi ai quali il legislatore delegato avrebbe dovuto attenersi chiarisce in quali termini venisse concepito il nuovo schema da approntare per le s.r.l. Mentre all'art. 2, lett. *f* si sottolineava la necessità che i modelli regolati fossero costituiti da due tipi ben distinti, l'uno riferito alle s.p.a. e l'altro alle s.r.l., all'articolo 3 erano elencati i tre principi basilari cui la particolare disciplina a queste ultime relativa avrebbe dovuto ispirarsi.

In primo luogo, alla lettera *a* veniva rimarcata l'opportunità di un "autonomo ed organico complesso di norme", se del caso anche suppletive, ribadendosi l'assoluta centralità da assegnare alle persone dei soci e ai

¹⁷⁹ Nel codice di commercio del 1882, in vigore fino alla promulgazione del codice civile del 1942, era questa la tipologia societaria legalmente prevista per le società di capitali. Accanto al modello generale della "società anonima per azioni", sussisteva per la verità la variante della "società anonima per quote", che risultava quindi sprovvista di autonoma dignità e il cui utilizzo si dimostrò pressoché nullo nella prassi.

¹⁸⁰ "Progetti preliminari del libro delle obbligazioni, del codice di commercio e del libro del lavoro", III, Roma 1942, p. 99.

¹⁸¹ F. Carbone, A. Cutillo, M. Nardinocchi, S. Sasso, "Le varie forme di costituzione delle s.r.l.", Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma 2014, p. 1.

¹⁸² Rosario Nicolò, "Profili Giuridici della riforma delle società per azioni", Giuffrè Editore, Milano 1966, p. 1642.

rapporti contrattuali tra essi intercorrenti. In secondo luogo, e a corollario di quanto stabilito alla lettera precedente, alla lettera *b* si evidenziava l'esigenza di accordare un'ampia autonomia statutaria, che la successiva lettera *c* metteva in relazione con l'auspicata libertà di forme organizzative, da concedere “nel rispetto del principio di certezza nei rapporti con i terzi”.

Sulla base di questi indirizzi di massima, e per ciò che maggiormente interessa in questa sede, l'art. 3 del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 riscriveva di fatto il capo VII del titolo del codice civile dedicato alla disciplina delle società, modellando una normativa radicalmente innovativa e sostanzialmente conforme alle istanze riformatrici che per decenni erano state manifestate.

Come poco sopra si accennava, successivi interventi estemporanei e spesso avulsi da un congruo disegno predefinito hanno privato la forma societaria di cui si tratta di quella apprezzabile coerenza (sia interna, sia in rapporto alla collocazione sistematica del modello nell'ambito delle tipologie societarie a disposizione della platea degli imprenditori) che ad essa poteva attribuirsi all'indomani della riforma organica del 2003.

Ci si riferisce, in particolare, non tanto all'introduzione della variante della s.r.l. “semplificata” o alle alterne vicende che hanno interessato la s.r.l. “a capitale ridotto”¹⁸³, bensì alle vistose deroghe al regime ordinario cui attualmente possono accedere alcune specifiche tipologie di imprese, prime fra tutte quelle che rientrano nella definizione di “piccola e media impresa” (P.M.I.) sulla base dei requisiti dimensionali e patrimoniali all'uopo stabiliti¹⁸⁴.

Tuttavia, al di là dei suddetti sviluppi normativi, di cui in ogni caso si darà diffusamente conto nel proseguo della trattazione, l'analisi dello schema tipico consacrato nel codice civile è quella che ai fini del presente studio offre più interessanti spunti di riflessione e maggiori argomenti di confronto.

Come si è avuto modo di constatare, mentre nell'ordinamento statunitense la distinzione tra le qualifiche “*publicly held*” e “*closely held*” è tutta interna alla nozione di *corporation*, per quanto riguarda i due principali modelli ascrivibili all'insieme delle società di capitali il nostro codice civile ha sancito una netta divaricazione. Ed è anzi proprio grazie all'ampio favore riscosso nella prassi dalla nuova s.r.l. che nell'arco dell'ultimo ventennio si è potuto assistere, numericamente parlando, al “sorpasso” delle società di capitali sulle società di persone, segnando l'inversione di una tendenza altrimenti risalente ai primi anni di vigenza del Codice¹⁸⁵.

¹⁸³ Inizialmente introdotta con il d.l. 22 giugno 2012, n. 83 recante “Misure urgenti per la crescita del Paese”, convertito con modificazioni dalla legge 7 agosto 2012, n. 134, dopo pochi mesi è stata espunta dall'ordinamento ad opera del d.l. 28 giugno 2013, n. 76, poi convertito dalla l. 9 agosto 2013, n. 99.

¹⁸⁴ Segnatamente: numero di dipendenti inferiore alle 250 unità e un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro, o, in alternativa, un totale di bilancio non superiore a 43 milioni di euro.

¹⁸⁵ Carlo Ibba, Giorgio Marasà, “Le società a responsabilità limitata”, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano 2020, pp. 19-20.

Tale successo è senza dubbio riconducibile alle caratteristiche essenziali della forma societaria di cui si tratta, in estrema sintesi riferibili al beneficio della responsabilità limitata, ai ridotti requisiti di capitale¹⁸⁶, alla notevole flessibilità organizzativa connessa con gli ampi spazi concessi all'autonomia privata, ai limitati oneri di costituzione e a costi di funzionamento sensibilmente minori rispetto a quelli di una s.p.a.¹⁸⁷.

2. Le quote di partecipazione al capitale e l'elemento personalistico

Particolare attenzione merita la questione relativa al criterio legislativo di divisione del capitale di una s.r.l., che permette tra l'altro di evidenziare una significativa differenza rispetto a ciò che si verifica nell'ambito delle *close corporation*. Diversamente da quanto previsto per queste ultime, con riferimento alle quali la partecipazione alla società è rappresentata da azioni secondo lo schema classico delle *corporation*, il comma 1 dell'articolo 2468 c.c. statuisce espressamente che “le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni”.

Come fa notare Campobasso, ai fini della ripartizione del capitale sociale nominale si fa ricorso ad un criterio di carattere personale, nettamente distinto da quello di tipo astratto-matematico operante nel caso delle società per azioni¹⁸⁸. Contestualmente ad esse, infatti, si dà luogo al frazionamento del capitale in tante parti omogenee e standardizzate, ognuna rappresentativa di un identico ammontare e di uguali diritti sociali. Le quote di una s.r.l., invece, presentano di regola un valore proporzionale all'entità del capitale sottoscritto dal singolo socio, e il loro numero corrisponde ogni volta al numero dei partecipanti alla società, ciascuno dei quali risulterà dunque titolare di un'unica quota.

Di conseguenza, per quanto all'articolo 2468, 2° comma sia contemplata la possibilità che nell'atto costitutivo venga prevista l'assegnazione alle singole quote di un valore non proporzionale ed anche maggiore rispetto ai conferimenti¹⁸⁹, ciò non farà venir meno l'indefettibile risultanza per cui ad un socio debba corrispondere una ed una sola quota.

Il contenuto della partecipazione, in ossequio all'impianto di stampo personalistico cui è stata ispirata la riforma del modello, può inoltre essere modulato attribuendo a singoli soci diritti particolari con riferimento all'amministrazione o alla distribuzione degli utili.

La concessione di benefici slegati dall'entità dell'effettiva partecipazione al capitale, da definire in sede di redazione o di modifica dell'atto costitutivo, trova un agevole corrispettivo in quegli accordi e in quelle disposizioni statutarie che nell'ambito delle *close corporation* permettono di regolare alcuni aspetti della vita della società mutuando schemi e meccanismi tipici delle *partnership*¹⁹⁰.

¹⁸⁶ In base al regime ordinario, il capitale minimo richiesto per la costituzione corrisponde a *diecimila euro*, che si riduce ad almeno *un euro* nel caso della s.r.l. semplificata.

¹⁸⁷ Gian Franco Campobasso, “Diritto commerciale”, Vol. II, 9^a ed., Utet, Torino 2015, pp. 555-557.

¹⁸⁸ *Ivi*, p. 564.

¹⁸⁹ Con l'unico limite, posto dall'art. 2464, 1° comma, che il valore complessivo dei conferimenti non sia inferiore all'ammontare globale del capitale sociale.

¹⁹⁰ Vedi *supra*, cap. 2, par. 4.

Trattandosi di diritti da attribuirsi direttamente alle persone dei soci, essi risultano oggettivamente svincolati dalle quote, di cui costituiscono elementi per così dire “accessori” in virtù del collegamento soggettivo con i relativi titolari. Pertanto, in considerazione di tale carattere si dà il caso che gli stessi rimangano estranei ad eventuali vicende circolatorie che dovessero interessare le quote di riferimento, il più delle volte estinguendosi all’atto del trasferimento.

Altra cosa, invece, è la possibilità di emissione di categorie speciali di quote inizialmente introdotta con riferimento alle “start-up innovative” e successivamente estesa a tutte le PMI costituite in forma di società a responsabilità limitata. In quel caso, infatti, ci si trova in presenza di strumenti partecipativi forniti di diritti diversi, omogenei e standardizzati contestualmente alla classe di appartenenza, spesso particolarmente appetibili agli occhi di potenziali acquirenti interessati ad investire nella società.

Il d.l. 50/2017, convertito in legge dalla l. 96/2017, ha parificato il regime delle s.r.l. P.M.I. con quello già previsto per le start-up innovative anche dal punto di vista della sostanziale apertura al mercato in deroga a quanto stabilito all’art. 2468, 1° comma del codice civile. La possibilità di fare appello al pubblico risparmio che in tal modo è andata configurandosi, giustificata dall’urgenza di agevolare la raccolta di capitali da parte di realtà economiche di minori dimensioni, si sostanzia nella facoltà di accedere a campagne di “*equity crowdfunding*” tramite portali *online* gestiti da intermediari autorizzati¹⁹¹.

La disciplina delle s.r.l. ordinarie, invece, analogamente a quella delle *close corporation* è imperniata sul divieto di offerta al pubblico delle partecipazioni dei soci.

L’argine che in tal modo si realizza rispetto alla capacità di intercettare in massa la platea degli investitori riproduce anche nel presente contesto dinamiche già ampiamente analizzate altrove¹⁹². Infatti, se da una parte si persegue la stabilità nel tempo degli assetti proprietari originari, ostacolando il continuo ingresso di nuovi soggetti nella compagine sociale, dall’altra si pone un considerevole freno allo sviluppo patrimoniale dell’ente. È proprio in risposta a tale evidenza empirica, dunque, che le novità recentemente varate dal legislatore hanno dato luogo alle vistose deroghe al regime ordinario di cui si è detto poco sopra.

Per il resto, fatta salva questa fondamentale limitazione, ai sensi dell’art. 2469, 1° “le partecipazioni sono liberamente trasferibili per atto tra vivi e per successione a causa di morte, salvo contraria disposizione dell’atto costitutivo”.

¹⁹¹ Silvia Corso, “Le s.r.l. aperte al mercato tra *governance* societaria e diritti dei soci investitori”, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano 2021, pp. 1-3.

¹⁹² Vedi *supra*, cap. 2.

Stante la formula di chiusura del comma ora in esame, dunque, a venire in considerazione è la possibilità di contemplare limitazioni convenzionali al trasferimento delle quote, anche in misura da escluderne totalmente la circolazione¹⁹³.

Nel novero dei suddetti limiti, la cui previsione accentua ulteriormente il carattere personale della partecipazione sociale, si rinvencono istituti in gran parte assimilabili a quelli analizzati con riferimento alle *stock transfer restrictions* apponibili alle azioni delle *close corporation*¹⁹⁴. A titolo esemplificativo, sono ascrivibili all'elenco clausole di gradimento, clausole di prelazione, clausole di covendita variamente strutturate e, come si è già accennato, clausole cosiddette di *lock-up*¹⁹⁵ che pongono un divieto assoluto di trasferimento.

Nonostante il codice menzioni unicamente l'atto costitutivo quale sede al cui interno definire tali restrizioni, si ritiene pacificamente che le stesse possano costituire oggetto di patti parasociali, che in casi simili assumono la particolare denominazione di "sindacati di blocco"¹⁹⁶. Occorre segnalare, a questo proposito, che nella seconda ipotesi un limite così stabilito avrà efficacia meramente obbligatoria, con la conseguenza che l'eventuale alienazione in violazione dello stesso non sarà invalida, bensì farà sorgere l'obbligo di risarcire il danno a carico del socio inadempiente.

3. Modelli alternativi di *governance* societaria

Le regole relative al governo societario costituiscono l'ambito di disciplina maggiormente informato a quella flessibilità che da più parti era stata invocata in sede di elaborazione del nuovo modello di s.r.l.¹⁹⁷

Sulla base di tale impostazione, l'impianto codicistico presenta quindi un contenuto essenziale e largamente disponibile, concedendosi ampi margini all'autonomia statutaria. Oltretutto, in molti casi ci si trova di fronte a vere e proprie lacune normative, che l'interprete è chiamato a colmare dovendo spesso far ricorso all'analogia con la disciplina delle s.p.a.¹⁹⁸

Da una lettura coordinata rivolta in particolar modo agli articoli 2475, 2477 e 2479, rubricati, nell'ordine, "amministrazione della società", "sindaco e revisione legale dei conti" e "decisioni dei soci", risulta come lo schema proposto sia di base quello incentrato sulla tradizionale tripartizione tipica delle società per azioni¹⁹⁹. Anche in questa circostanza, la similitudine con la sezione della *DGCL* dedicata alle *close corporation* è più che mai evidente, quantomeno per ciò che attiene alla logica che sta alla base dell'articolazione delle due discipline. Si rinviene in entrambe, infatti, la presenza di un modello di *governance* applicabile in assenza di

¹⁹³ Qualora sia disposto un divieto assoluto di trasferibilità, ovvero il trasferimento venga subordinato al mero gradimento di organi sociali, di soci o di terzi, così come ogniqualvolta venga impedito il trasferimento a causa di morte, a soci ed eredi è riconosciuto un diritto inderogabile di recesso ai sensi dell'art. 2469, 2° comma.

¹⁹⁴ Vedi *supra*, cap. 2, par. 3.1.

¹⁹⁵ Limitazioni di questo genere, in virtù dei rilevantissimi effetti di cui sono portatrici, nell'ambito delle s.p.a. sono ammesse per una durata massima di cinque anni, rinnovabili alla scadenza.

¹⁹⁶ Risulta infatti applicata, per analogia, la disciplina delle s.p.a.

¹⁹⁷ Vedi *supra*, cap. 4, par. 1.

¹⁹⁸ S. Fortunato, op. cit., p. 5.

¹⁹⁹ G.F. Campobasso, op. cit., p. 573.

diversa disposizione, che mentre in un caso è ricalcato su quello “classico-latino”, nell’altro non può che essere quello “monistico” di matrice anglosassone proprio delle *corporation*²⁰⁰.

Dato comune ad ambedue le situazioni, a questo punto, è la considerevole libertà di azione riconosciuta ai soci nell’esercizio delle loro prerogative, che ne legittima l’intervento in nome del suesposto principio della flessibilità nella definizione delle forme organizzative.

Come abbiamo avuto modo di argomentare, nel secondo caso a venire in rilievo sono innanzitutto la disposizione di cui al paragrafo 351 della *DGCL*, che consente che nell’atto costitutivo sia prevista la gestione diretta in capo agli azionisti in assenza di un consiglio d’amministrazione formalmente designato, e quella contenuta al paragrafo 354, che ammette la validità di quegli *shareholder agreement* che siano volti a modulare l’organizzazione e il funzionamento della società facendo appello a meccanismi mutuati dal contesto delle *partnership*²⁰¹.

Per quanto riguarda le s.r.l., modifiche allo schema classico ruotante attorno ai tre assi rappresentati dall’assemblea, dall’organo amministrativo e dall’organo di controllo si rinvencono già nella configurazione stessa dell’assemblea dei soci, “che degrada da organo essenziale ad organo solo eventuale per una serie di decisioni dei soci”²⁰².

Al di là di alcune materie specificamente individuate, per le quali è richiesto indefettibilmente il rispetto del metodo assembleare, ai sensi dell’articolo 2479, 3° comma l’atto costitutivo può infatti prevedere una procedura semplificata, in forza della quale “le decisioni dei soci siano adottate mediante consultazione scritta o sulla base del consenso espresso per iscritto”.

Secondo alcuni il disposto del 1° comma dello stesso articolo, che concede ampio spazio all’autonomia statutaria per quanto concerne il riparto di competenze tra assemblea e amministratori, potrebbe inoltre far ritenere ammissibile il trasferimento completo dei poteri gestori a livello dei soci²⁰³, con esiti non dissimili da quelli che si realizzano per effetto dell’applicazione del paragrafo 351 della *DGCL* testé richiamato.

In mancanza di tali considerevoli deviazioni, la cui legittimità per quanto prevalente è ancora discussa in dottrina, la gestione della società è affidata a uno o più soci, in modo che in un caso si potrà parlare di amministratore unico, nell’altro si darà luogo ad un consiglio d’amministrazione.

Inoltre l’atto costitutivo, oltre a poter stabilire che la nomina avvenga tramite la procedura semplificata in deroga al metodo assembleare, può altresì prevedere che la scelta ricada su soggetti estranei alla compagine sociale, eventualmente selezionati sulla base di particolari qualità o competenze.

²⁰⁰ Per un approfondimento sui diversi sistemi di *governance* societaria diffusi a livello internazionale si veda Gianluca Ricolfo, “Gran Bretagna e Stati Uniti: il sistema di amministrazione e controllo delle *companies* e delle *corporations*”, University of Verona 2011.

²⁰¹ Vedi *supra*, art. 2, par. 4.

²⁰² Vedi nota 197.

²⁰³ Giovanni Petroboni, “Le competenze gestorie dei soci nella società a responsabilità limitata”, CEDAM, Padova 2011, pp. 319 ss.

Uno degli elementi che più caratterizzano la forma societaria di cui si discorre, tuttavia, risiede nella possibilità di modulare i meccanismi sottesi alla funzione amministrativa adottando modelli cosiddetti “alternativi” rispetto alla collegialità.

A venire in considerazione è il 3° comma dell’articolo 2475, che a tal proposito menziona espressamente i due distinti sistemi dell’amministrazione disgiuntiva e dell’amministrazione congiuntiva.

Richiamando due istituti prefigurati con riferimento alla società semplice, e al netto dei necessari adattamenti, la norma assurge a disposizione di raccordo con la disciplina delle società di persone, traducendo in termini concreti quell’ideale carattere “intermedio” coesistente al paradigma delle s.r.l.

Con l’esclusione di alcune limitate materie²⁰⁴, per la cui trattazione è fatta salva la competenza dell’organo amministrativo nella sua struttura classica, i soci potranno optare per il sistema che riterranno più confacente alle esigenze concrete dell’impresa, operando una valutazione in termini di opportunità. È evidente che tra i due alternativi paradigmi ora in esame quello che garantisce una maggior disinvoltura nella conduzione degli affari sociali è quello disgiuntivo, in forza del quale, ai sensi dell’articolo 2257, ogni amministratore è legittimato a compiere per proprio conto gli atti di gestione, senza che occorra il consenso degli altri. A parziale bilanciamento di tale configurazione, in ogni caso, è lo stesso articolo che al 2° comma attribuisce agli amministratori un diritto di opposizione rispetto alle decisioni che uno di essi intenda assumere, sulla quale saranno chiamati a pronunciarsi i soci con votazione a maggioranza.

In ossequio all’amplicissima libertà di forme cui le s.r.l. naturalmente si prestano, nella prassi è emersa la diffusa tendenza a definire gli assetti organizzativi facendo appello alla commistione di entrambi i modelli di amministrazione sopracitati, ad esempio prevedendo il ricorso all’uno o all’altro a seconda del diverso ambito al quale di volta in volta si riferiscono le decisioni da adottare²⁰⁵.

Venendo alle questioni relative all’organo di controllo, e volendo guardare a ciò che avviene nelle società di capitali dell’ordinamento statunitense, conformemente al sistema monistico in uso nei paesi anglosassoni le relative funzioni risultano essere svolte da comitati interni al *Board of Directors*, la cui istituzione peraltro non sempre è necessaria. Infatti, se è vero che il *Sarbanes-Oxley Act* del 2002 ne ha reso obbligatoria la presenza con riferimento alle società quotate, nei restanti casi una loro formale costituzione è rimessa all’autonomia statutaria.

Pertanto, in considerazione delle peculiari connotazioni tipiche delle imprese costituite in forma di *close corporation*, e data anche la mancanza di specifici riferimenti legislativi in questo senso, è possibile affermare con buona approssimazione che tali articolazioni siano estranee a quel particolare contesto.

²⁰⁴ Segnatamente, la redazione del progetto di bilancio e dei progetti di fusione e scissione, nonché l’aumento di capitale per delega (art. 2475, 5° comma).

²⁰⁵ Valerio Pandolfini, “Gli amministratori nella s.r.l.: assetto, funzionamento, nomina, delibere, conflitto d’interessi, compenso, cessazione”, *Diritto Societario News*, 2023.

<https://assistenza-legale-impresesrl.it/amministratori-srl-assetto-funzionamento-nomina-compenso-cessazione/>

Per quanto riguarda le s.r.l., invece, la norma che occorre considerare è l'articolo 2477 del codice civile, nel quale si stabilisce che l'atto costitutivo possa prevedere, determinandone poteri e competenze, la nomina di un revisore o di un organo di controllo. Quest'ultimo, si precisa, salvo diversa disposizione sarà rappresentato da un solo membro effettivo.

Sebbene non manchino ipotesi in cui la presenza di un collegio sindacale diviene obbligatoria, nel complesso anche in questo caso è confermato il generale assetto improntato alla deregolazione che informa la disciplina così come congegnata dal legislatore della Riforma del 2003.

Peraltro, a fronte dell'attuale impostazione che vede in sostanza nel collegio sindacale un organo meramente eventuale all'interno dell'architettura societaria, si registra il riconoscimento di poteri di controllo propri dei sindaci ai soci che non partecipano all'amministrazione²⁰⁶.

4. I meccanismi di tutela delle minoranze societarie

Considerazioni non dissimili da quelle formulate con riguardo al contesto delle *close corporation* sovengono a proposito delle tipologie di conflitti che possono insorgere all'interno di una società a responsabilità limitata. L'impossibilità di fare appello al pubblico risparmio (fatta eccezione, come si diceva, per le aperture al mercato cui hanno accesso le start-up innovative e le s.r.l.-P.M.I.), unitamente ai limiti statutari che sovente vengono posti alla circolazione delle quote riducono sensibilmente le occasioni di disinvestimento, mettendo il socio di minoranza di una s.r.l. in una posizione per molti aspetti equiparabile a quella dell'azionista di minoranza di una *close corporation*.

Stante una generica affinità di fondo per ciò che attiene alla varietà dei meccanismi di protezione, differenze emergono a proposito del maggiore o minore grado di tutela che nel complesso le due discipline riescono a offrire.

Anche nell'ambito delle s.r.l., rilievo centrale assume senz'altro l'istituto dell'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori. Con una significativa novità rispetto alle s.p.a., essa può essere esercitata dal singolo socio che adducendo l'inosservanza dei doveri imposti dalla legge e dall'atto costitutivo, agisce in qualità di sostituto processuale della società²⁰⁷. Accanto agli amministratori, e in solido con questi, potranno essere eventualmente ritenuti responsabili della cattiva gestione anche i soci di controllo, o comunque coloro che di fatto partecipano alle funzioni direttive in assenza di formale designazione.

A venire in considerazione è infatti il 7° comma dell'articolo 2476, che a questo proposito menziona "i soci che hanno intenzionalmente deciso o autorizzato il compimento di atti dannosi per la società, i soci o terzi".

²⁰⁶ Il 2° comma dell'articolo 2476, infatti, statuisce che: "I soci che non partecipano all'amministrazione hanno diritto di avere dagli amministratori notizie sullo svolgimento degli affari sociali e di consultare, anche tramite professionisti di loro fiducia, i libri sociali ed i documenti relativi all'amministrazione."

²⁰⁷ Nonostante il codice non ne faccia menzione, in analogia con quanto previsto per le s.p.a. si ammette pacificamente che l'azione di responsabilità possa essere promossa anche dalla stessa società, a seguito di una decisione in tal senso assunta dalla collettività dei soci. Parimenti, benché la relativa utilità sia stata di fatto superata dall'attribuzione al singolo socio della *legitimatio ad causam*, non è escluso l'esercizio dell'azione ad iniziativa delle minoranze.

Occorre poi aggiungere che nell'ipotesi in cui siano occorse irregolarità "gravi" nella conduzione degli affari il socio è autorizzato a richiedere la revoca degli amministratori in via cautelare, configurandosi una forma di tutela che per quanto provvisoria e passibile di caducazione, nondimeno consente un ristoro immediato ed effettivo rispetto alle condotte pregiudizievoli.

Ancor più rilevante, tuttavia, appare la posizione che all'interno dell'apparato congegnato dal diritto a protezione delle minoranze è rivestita dal diritto di recesso, concepito come facoltà riconosciuta al socio di sottrarsi al vincolo societario ottenendo il rimborso della propria quota di partecipazione.

Considerando che ci si trova in presenza dello strumento probabilmente più incisivo tra quelli a disposizione dei soci di minoranza di società di questo tipo, il legislatore ha voluto concedere grande spazio ai relativi ambiti di applicazione, ampliandone i presupposti e valorizzando il ruolo dell'autonomia statutaria.

Coerentemente con questa linea, che trova nell'attuale versione dell'articolo 2473 lo sbocco naturale e la traduzione in termini positivi, si prevedono in generale due tipologie di recesso, una legale e l'altra convenzionale, a seconda della diversa fonte da cui di volta in volta promana il diritto in questione.

Se la definizione delle condizioni e delle modalità di esercizio del diritto spettano primariamente all'atto costitutivo, importanza dirimente è assunta dalle cause di recesso di matrice legale.

L'individuazione da parte della legge di tutta una serie di ipotesi il cui avveramento inderogabilmente legittima il socio ad esercitare il recesso, infatti, risulta assai confacente rispetto alle dinamiche che sempre si innescano ogniqualvolta sia precluso l'accesso al mercato, garantendo una via d'uscita che in nessun caso può essere preclusa. Da un'analisi delle diverse fattispecie elencate all'articolo 2473, 1° comma, si evince la chiara volontà di assicurare tale rimedio a fronte di decisioni assunte dalla maggioranza che possono comportare il rischio di una profonda alterazione dei caratteri essenziali dell'impresa, e di rimando inficiare la qualità dell'investimento.

Sempre nell'ambito delle cause di tipo legale, parimenti significativo è il riconoscimento ai soci del diritto di recesso *ad nutum*, cui è possibile far ricorso con un preavviso di 180 giorni quando la società sia stata costituita a tempo indeterminato.

Per quanto riguarda le *close corporation*, e specificatamente la disciplina che ad esse è riservata all'interno della legislazione societaria del Delaware, l'analisi ci riporta a quanto precedentemente esposto a proposito del *buy-out*. Tale istituto, si ricorderà, fa sorgere in capo ai soggetti designati l'obbligo di acquistare le azioni alle quali è riferito al verificarsi delle condizioni determinate, consentendo al titolare delle stesse di recedere dalla società dietro il rimborso della propria quota²⁰⁸. Rientrando propriamente nel novero delle restrizioni alla circolazione delle azioni di cui al paragrafo 202(c) della *DGCL*, previsioni in tal senso possono essere inserite nell'atto costitutivo, nello statuto o in un separato contratto, mentre non si rinvencono ipotesi legali che ne facciano sorgere il diritto o che ne impongano l'obbligo.

²⁰⁸ Vedi *supra*, cap. 2, par. 3.1.

Oltretutto, mentre la giurisprudenza di molti Stati, a tutela delle ragioni dei soci di minoranza, ammette che l'azionista di una *close corporation* possa invocare l'intervento giudiziale affinché sia dichiarato l'obbligo di acquisto delle proprie azioni, le Corti del Delaware manifestano sul punto una totale chiusura, dando adito a chi sostiene trattasi di un ordinamento sprovvisto di quell'armamentario necessario a contrastare il sorgere di fenomeni di "*minority oppression*"²⁰⁹.

²⁰⁹ Vedi *supra*, cap. 3, par. 3.

CONCLUSIONI

Le novità introdotte nell'ultimo decennio alla disciplina delle *società a responsabilità limitata*, con riferimento prima alle *start-up innovative*, poi alle *P.M.I. innovative* e infine a tutte le *P.M.I.* costituite in forma di s.r.l., ha in larga parte scardinato l'originaria impostazione che collegava il carattere chiuso di questa particolare tipologia di società di capitali alle dimensioni ridotte delle imprese che a tale modello si rivolgevano per disciplinare i rapporti ad esse sottostanti.

L'apertura al mercato del capitale di rischio, tramite l'accesso a sistemi di "*equity crowdfunding*" ora consentita alle realtà che non superano le soglie all'uopo stabilite, appare infatti un elemento estrinseco rispetto all'impianto partorito dalla Riforma del 2003, facendo sorgere quesiti relativi alla necessaria composizione delle frontiere aperte dalle recenti innovazioni con la normativa codicistica tuttora applicabile.

Per questi motivi, la tipologia societaria che nel nostro ordinamento più si avvicina alle *close corporation* statunitensi continua ad essere la *società a responsabilità limitata* nel suo regime ordinario, dal momento che è soprattutto il divieto di appello al pubblico risparmio a garantire quella stabilità negli assetti proprietari attraverso cui si realizza una delle principali manifestazioni dell'elemento personalistico.

I parallelismi che si è cercato di evidenziare, con la dovuta maggiore attenzione all'esperienza estera che andava inquadrata nel particolare contesto in cui essa si colloca, hanno fornito l'occasione per mettere in luce alcune importanti differenze di fondo tra i due distinti sistemi di riferimento, l'uno di *common law*, l'altro di *civil law*.

Le vicende che hanno portato alla predisposizione di un modello legale per le *close corporation*, in primo luogo, risultano esemplari del ruolo e dei reciproci rapporti che insistono in quel sistema tra i vari attori in gioco nell'ambito della produzione giuridica, con la fonte giurisprudenziale che recepisce istanze in buona misura già affermatesi in via di *soft law*, e anticipa un loro riconoscimento formale da parte degli "*statutes*".

L'assoluta preminenza degli *shareholder agreement*, ai quali una normativa in gran parte suppletiva demanda la disciplina di ampi settori dell'organizzazione e del funzionamento della società, rappresenta ancora una volta uno degli esempi più lampanti di come operino sul piano pratico quei principi di flessibilità e di semplificazione cui sono ispirate le legislazioni societarie degli Stati Uniti.

Tutto ciò, d'altra parte, se per certi versi favorisce l'agevole svolgimento dei rapporti tra gli operatori economici, allo stesso tempo si traduce in una minore tutela dei soggetti che all'interno delle dinamiche

societarie rivestono posizioni meritevoli di protezione. A questo proposito, significativo è senza dubbio il caso del Delaware, il cui ordinamento fornisce agli azionisti di minoranza di una *close corporation* vittime di condotte oppressive un armamentario la cui azionabilità è per lo più rimessa all'autonomia statutaria, il che molto spesso riduce sensibilmente le possibilità di un effettivo utilizzo di tali strumenti.

Come se non bastasse, la stessa giurisprudenza delle Corti di questo Stato manifesta da sempre un atteggiamento di chiusura nei confronti di alcuni rimedi giudiziali il cui ricorso è ormai grandemente diffuso nella prassi di molti degli altri Stati dell'Unione.

A voler indagare le ragioni più profonde alla base della suddetta tendenza, è probabile che la scarsa attitudine verso le questioni poste dai problemi di *agency* sia una delle molteplici espressioni di una politica ispirata al mantenimento della massima capacità di attrazione rispetto all'incorporazione di nuove società. Come sostenuto tra gli altri da Stevelman²¹⁰, è alquanto intuitivo come la conservazione della reputazione di ordinamento "*business friendly*" passi necessariamente dal favore dei soggetti che all'interno delle imprese rivestono ruoli di direzione, dal momento che proprio a questi spettano le scelte relative all'elezione della sede legale. Il che comporta, quale conseguenza pressoché immediata, un considerevole incentivo ad impostare la legislazione in modo da privilegiare gli interessi degli amministratori a scapito degli azionisti, e tra questi, le istanze degli azionisti di maggioranza a detrimento di quelli di minoranza.

Dal raffronto tra le *close corporation* e le *società a responsabilità limitata*, all'esito della presente trattazione è possibile formulare almeno tre considerazioni.

Il modello delle s.r.l., così come congegnato dal legislatore della Riforma del 2003, è innanzitutto sintomatico della sempre maggior propensione al graduale superamento di quella rigidità delle forme che da sempre aveva contraddistinto la materia societaria in un ordinamento fortemente caratterizzato come quello italiano. Il risultato, quindi, è quello di una tipologia societaria dalla struttura flessibile e altamente deregolamentata, in cui risulta valorizzato l'elemento personalistico e notevoli margini di intervento sono concessi all'autonomia statutaria.

Più in generale, si riscontra un'affinità di fondo nella definizione degli elementi portanti dell'architettura dei due modelli, entrambi configurati come tipologie societarie "chiuse" con la possibilità di conferire le funzioni di governo direttamente ai soci in assenza di un organo gestorio propriamente detto.

È altrettanto vero che accanto alle similitudini, non trascurabili sono altresì le differenze, in gran parte frutto della diversità dei sistemi in cui nei due casi ci si trova ad operare. Una delle più evidenti è senza dubbio quella relativa agli strumenti rappresentativi della partecipazione sociale, che mentre da una parte vede il capitale suddiviso in azioni, dall'altra riserva analogo funzione allo strumento delle quote. Come fa notare

²¹⁰ Vedi *supra*, cap. 1, par. 4.

Diego Corapi, infatti, la seconda ipotesi è comune anche ai modelli corrispondenti alla s.r.l. che si rinvencono negli altri paesi di *civil law*²¹¹.

In ogni caso, la sempre più estesa possibilità di emissione dei nuovi “strumenti finanziari partecipativi” ha introdotto un *tertium genus* che va a scardinare la tradizionale dicotomia tra azioni e quote fino a pochi anni fa vigente, ed è probabilmente destinata ad espandersi ulteriormente.

Da ultimo, data la sostanziale similitudine delle problematiche che affliggono la posizione dei soci di minoranza nelle due ipotesi di studio affrontate, emerge come la disciplina delle s.r.l. sia in grado di approntare una tutela sensibilmente più robusta. Al di là dei penetranti poteri di controllo che il codice espressamente riconosce ai soci non amministratori, e di cui nel “*Subchapter XIV*” della *DGCL* non si fa menzione, è la particolare configurazione del diritto di recesso a segnare una profonda divaricazione tra le due esperienze.

Tra le varie fattispecie contemplate dall’art. 2473 c.c., a risaltare è senza dubbio il riconoscimento al singolo socio del diritto di recesso *ad nutum*, che permette di sciogliersi dal vincolo societario all’unica condizione di un preavviso di almeno centottanta giorni.

Al netto di alcune innegabili differenze, *close corporation* e *società a responsabilità limitata* risultano due modelli in larga misura assimilabili.

Le rapide e spesso disarmoniche trasformazioni che anche nel nostro Paese stanno investendo la materia societaria, tuttavia, in alcuni casi rischiano di privare il sistema di quella coerenza interna che in molti settori a fatica era stata raggiunta con le riforme di inizio Secolo, e ancora una volta chiamano l’interprete ad una nuova rimodulazione di categorie e confini tipologici.

²¹¹ D. Corapi, op. cit., p. 454.

BIBLIOGRAFIA GENERALE

Contributi in lingua inglese

- Abraham H.J., *The Judicial Process: An Introductory Analysis of the Courts of the United States, England and France*, Oxford University Press 1998, pp. 152 ss.
- Angell J.K., Ames S., *A Treatise on the Law of Private Corporations Aggregate*, Lawbook Exchange 2005, p. 92.
- Ames O.K. II, *Closely Held Corporations: An Intersection of Business, Law, and Ethics*, Cumberland Law Review 2012, pp. 176 ss.
- Arsht S.S., Stapleton W.K., *Delaware's New General Corporation Law: Substantive Changes*, Business Lawyer 1967, p. 75.
- Ayres I., *Judging Close Corporations in the Age of Statutes*, Washington University Law Review 1992, p. 372.
- Bainbridge S.M., *Community and Statism: A Conservative Contractarian Critique of Progressive Corporate Law Scholarship*, Cornell Law Review 1997, p. 873.
- Blair M.M., Stout L.A., *A Team Production Model Theory of Corporate Law*, Virginia Law Review, 1999.
- Booth R.A., *A Chronology of the Evolution of the MBCA*, The Business Lawyer 2000, pp. 63 ss.
- Carter S.B., *Historical statistics of the United States: earliest times to the present*, Cambridge University Press 2006, p. 715.
- Chayes A., *Madame Wagner and the Close Corporation*, Harvard Law Review 1960, p. 1532.
- Cheffins B.R., *Investor Sentiment and Antitrust Law as Determinants of Corporate Ownership Structure: The Great Merger Wave of 1897 to 1903*, Berkeley Program in Law and Economics 2002, p. 8.
- *Corporations - Voting Requirements - New York Statute Permits Corporations to Require Unanimity of Greater than Majority Vote for Director or Shareholder Action*, Harvard Law Review 1949, p. 526.
- Danko D. et al., *Corporate Social Responsibility: The United States vs. Europe*, Journal of Corporate & Finance, 2008.
- Easterbrook F.H., Fischel D.R., *Close Corporations and Agency Costs*, Stanford Law Review 1985, pp. 273 ss.

- Eckert R.J, Wellens D.R, *A Comparison of the Close Corporation Statutes of Nevada, Delaware and New York*, University of Miami Law Review 1969, pp. 516 ss.
- Eisenberg M., *The Architecture of American Corporate Law*, Berkeley Bus Law Journal 2005, p. 182.
- Farnsworth A.H., *Close Corporation: Rights and Duties of Shareholders, Fiduciary Relationship among Shareholders, Shareholders' Right of Equal Opportunity to participate in Corporate Purchase of its own Stock for Corporate Treasury*, Cornell Law Review 1976, pp. 986 ss.
- Fischel D.R., Bradley M., *The Role of Liability Rules and the Derivative Suit in Corporate Law: A Theoretical and Empirical Analysis*, University of Chicago Law School, 1986.
- Gomory R., Silla R., *The American Corporation*, Daedalus 2013, pp. 104 ss.
- Gregory W.A., *Stock Transfer Restrictions in Close Corporations*, Southern Illinois University Law Journal 1978, pp. 477 ss.
- Hamermesh L.A., *The Challenge to Delaware's Preeminence in Corporate Law*, Delaware Lawyer 2009, p. 11.
- Hansmann H., Kraakman R., *The Essential Role of Organizational Law*, Yale Law Journal 2000, pp. 21. ss.
- Harmour J., Hansmann H., Kraakman R., *Agency Problems, Legal Strategies and Enforcement*, European Corporate Governance Institute 2009, p. 3.
- Holmes R.C., *Benefits of Incorporating in Delaware Versus New Jersey: Busting the Myth and Closing the Gap*, Rutgers Business Law Journal 2014, pp. 5 ss.
- Hornstein G.D., *Stockholders' Agreements in the Closely Held Corporation*, The Yale Law Journal 1950, pp. 1040 ss.
- Israels C.D., *Close Corporation and the Law*, Cornell Law Review 1948, p. 488.
- Karjala D.S., *An Analysis of Close Corporation Legislation in the United States*, Arizona State Law Journal 1989, pp. 665 ss.
- Keller M., *Regulating a New Economy: Public Policy and Economic Change in America 1900-1933*, Harvard University Press 1996, p. 86.
- Kennedy J.E., *Corporations, Powers: Ultra Vires Problems Remaining after Legislative and Judicial Modification of the Doctrine*, Notre Dame Law Review, 1958.
- Klass G., Letsas G., Saprai P., *Philosophical Foundations of Contract Law*, Oxford University Press 2014, pp. 272 ss.
- Kleinberger D.S, *Why Not Good Faith? The Foibles of Fairness in the Law of Close Corporations*, W. Mitchell Law Review 1990, pp. 1148 ss.
- Kraakman R. et al., *The Anatomy of Corporate Law. A comparative and functional approach*, Oxford University Press 2004, p. 8.

- Lamoreaux N.R., *The Great Merger Movement in American Business*, Cambridge University Press 1985, pp. 187. ss.
- Lamoreaux N.R., *Partnerships, Corporations, and the Theory of the Firm*, *The American Economic Review* 1998, p. 66.
- Lavallo K.M., *Drafting Shareholder Agreement for the Closely-Held Business*, *DePaul Business Law Journal* 1991, pp. 109 ss.
- Leacock S.J., *Share Transfer Restrictions in Close Corporations as Mechanism for Intelligible Corporate Outcomes*, *Faulkner Law Review* 2011, pp. 110 ss.
- Lin T.C.W., *A Behavioral Framework for Securities Risk*, *Seattle University Law Review* 2012, p. 34.
- McCahery J.A., Vermeulen E.P.M., *Corporate Governance of Non-Listed Companies*, Oxford University Press 2008, p. 109.
- Miller S.K., *Fiduciary Duties in the LLC: Mandatory Core Duties to Protect the Interests of Others Beyond the Contracting Parties*, *American Business Law Journal* 2009, p. 249.
- Molano Leòn R., *Shareholders' Agreements in Close Corporations and their Enforcement in the United States of America*, *Vniversitas Bogotà* 2008, pp. 220 ss.
- Moll D.K., *Shareholder Oppression and Fair Value: Of Discounts, Dates, and Dastardly Deeds in the Close Corporation*, *Duke Law Journal* 2004, pp. 300 ss.
- Navin T.R., Sears M.V., *The Rise of a Market for Industrial Securities, 1887-1902*, *The Business History Review* 1955, p. 134.
- O'Kelley C.R., *Filling Gaps in the Close Corporation Contract: A Transaction Cost Analysis*, *Northwestern University Law Review* 1992, p. 216.
- O'Neal F.H., *Close Corporations: Existing Legislation and Recommended Reforms*, *The Business Lawyer* 1978, pp. 873 ss.
- O'Neal F.H., Thompson R.B., *O'Neal's Oppression of Minority Shareholders*, *Callaghan* 1985, pp. 1 ss.
- O'Neal F.H., Thompson R.B., *O'Neal and Thompson's Close Corporations and LLCs: Law and Practice*, West Third Revised Edition 2005, p. 25.
- Pinto A.R., *Protection of Close Corporation Minority Shareholders in the United States*, *The American Journal of Comparative Law* 2014, pp. 367 ss.
- Pollman E., *Team Production Theory and Private Company Boards*, *Seattle University Law Review*, 2015.
- Rachlinski J.J., *Bottom-up versus Top-down Lawmaking*, *The University of Chicago Law Review*, 2006.
- Ragazzo R.A., *Toward a Delaware Common Law of Closely Held Corporations*, *Washington University Law Quarterly* 1999, pp. 1100 ss.

- Roberts J., *Agency Theory, Ethics and Corporate Governance*, in *Corporate Governance: Does Any Size Fit? Advances in Public Interest Accounting*, Vol. 11, Elsevier Ltd. 2005, p. 251.
- Reed R.L., *Section 202 of the Delaware Corporation Law: Per Se Rules for Stock Transfer Restrictions*, Boston College Industrial and Commercial Law Review 1968, pp. 405 ss.
- Sharman B.S., *The Importance of the Business Judgment Rule*, NYU Journal of Law & Business 2017, pp. 28 ss.
- Siegel M., *Back to the Future: Appraisal Rights in the Twenty-First Century*, Harvard Journal on Legislation 1995, pp. 114 ss.
- Siegel M., *Fiduciary Duty Myths in Close Corporate Law*, Delaware Journal of Corporate Law 2004, p. 380.
- Skeel D., *Icarus in the Boardroom: The Fundamental Flaws in Corporate America and Where They Came From*, Oxford University Press 2005, p. 52.
- Stevelman F., *Regulatory Competition, Choice of Forum, and Delaware's Stake in Corporate Law*, Delaware Journal of Corporate Law, 2009.
- Thompson R.B., *The Shareholder's Cause of Action for Oppression*, Business Law Review 1993, p. 702.
- *Validity of Variations from the Norm in Corporate Structure*, Columbia Law Review 1928, p. 366.
- Weiner J.L., *Legislative Recognition of the Close Corporation*, Michigan Law Review 1929, pp. 278 ss.
- Wells H., *The Raise of the Close Corporation and the Making of the Corporation Law*, Berkley Business Law Journal 2008, pp. 15 ss.

Contributi in lingua italiana

- Campobasso G.F., *Diritto commerciale*, Vol. II, 9^a ed., Utet, Torino 2015, pp. 555 ss.
- Carbone F. et al., *Le varie forme di costituzione delle s.r.l.*, Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma 2014, pp. 1 ss.
- Corapi D., *Le società per azioni*, in *Diritto privato comparato: Istituti e problemi*, Laterza, Bari 2008, pp. 446. ss.
- Corso S., *Le s.r.l. aperte al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano 2021, pp. 1 ss.
- Enriques L., *Diritto societario statunitense e diritto societario italiano: In weiter Ferne, so nah*, Giurisprudenza Commerciale 2007, p. 279.
- Friedman L.M., *Storia del Diritto Americano*, Giuffrè Editore, Milano 1995, pp. 131 ss.
- Fortunato S., *La società a responsabilità limitata: Lezioni sul modello societario più diffuso*, G. Giappichelli Editore, Torino 2020, pp. 1 ss.

- Ibba C., Marasà G., *Le società a responsabilità limitata*, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano 2020, pp. 19 ss.
- Nicolò R., *Profili Giuridici della riforma delle società per azioni*, Giuffrè Editore, Milano 1966, p. 1642.
- Petroboni G., *Le competenze gestorie dei soci nella società a responsabilità limitata*, CEDAM, Padova 2011, pp. 319 ss.
- *Progetti preliminari del libro delle obbligazioni, del codice di commercio e del libro del lavoro*, III, Roma 1942, p. 99.
- Ricolfo G., *Gran Bretagna e Stati Uniti: il sistema di amministrazione e controllo delle companies e delle corporations*, University of Verona, 2011.
- Varano V., Barsotti V., *La tradizione giuridica occidentale*, Giappichelli Editore, Torino 2021, pp. 366 ss.

Sitografia

- *Delaware Division of Corporations: 2022 Annual Report*
<https://corpfiles.delaware.gov/Annual-Reports/Division-of-Corporations-2022-Annual-Report.pdf>
- *Glossario Finanziario: Market Value*, Borsa Italiana, 2023.
<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/market-value.html>
- Gura D., *A centuries-old court in Delaware will decide if Elon Musk has to buy Twitter*, NPR, 2022.
<https://www.npr.org/2022/07/13/1111239959/twitter-elon-musk-delaware-court-of-chancery>
- Jackson J.D.A., *General Partnership and the Death of a Partner*, Chron., 2012.
<https://smallbusiness.chron.com/general-partnership-amp-death-partner-39888.html>
- Kenton W., James M., *Buy-Sell Agreement: Definition, Types, Key Considerations*, Investopedia, 2022.
<https://www.investopedia.com/terms/b/buy-and-sell-agreement.asp>
- Mahler P., *Delaware Supreme Court: No Duty To Buy Out Minority Stockholder*, New York Business Divorce, 2014.
<https://www.nybusinessdivorce.com/2014/01/articles/buyout/delaware-supreme-court-nixes-common-law-right-to-stock-buy-out/#:~:text=Unlike%20New%20York%20and%20the,to%20compel%20a%20buy%20out.>
- *Small Business and Self-Employed: S Corporation*, IRS, 2017.
<https://www.irs.gov/businesses/small-businesses-self-employed/s-corporations>.
- *Stati Uniti: tassazione di una Limited Liability Company*, Tayros Consulting, 2023.
<https://tayros.bg/index.php/2023/09/16/8309/>
- Pandolfini V., *Gli amministratori nella s.r.l.: assetto, funzionamento, nomina, delibere, conflitto d'interessi, compenso, cessazione*, Diritto Societario News, 2023.
<https://assistenza-legale-impresе.it/amministratori-srl-assetto-funzionamento-nomina-compenso-cessazione/>

- Ungerman T., *Shareholders' agreements: right of first refusal versus right of first offer*, Deal Law Wire, 2017.
<https://www.deallawwire.com/2017/11/14/shareholders-agreements-right-of-first-refusal-versus-right-of-first-offer/>

Elenco delle sentenze citate

- Delaware Court of Chancery, *Ueltzhoffer v. Fox Fire Development Co.*, 618 A2d 90, 1992.
- Delaware Supreme Court, *Barnum & Bailey Combined Shows v. Ringling*, 53 A.2d 44, 1947.
- Delaware Supreme Court, *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 1984.
- Delaware Supreme Court, *Nixon v Blackwell*, 626 A.2d 1366, 1993.
- Delaware Supreme Court, *Stone v. Ritter*, 911 A.2d 362, 2006.
- Iowa Supreme Court, *Mason v. Mallard Telephone Co.*, 240 N.W. 671, 1931.
- Massachusetts Supreme Court, *Donahue v. Rodd Electrotipe*, 328 N.E.2d 505, 1975.
- Massachusetts Supreme Court, *Wilkes v. Springside Nursing Home*, 353 N.E.2d 657, 1976.
- Minnesota Court of Appeals, *Pedro v. Pedro*, 463 N.W.2d 285, 1991.
- New York State Court of Appeals, *Manson v. Curtis*, 119 N.E. 559, 1918.
- New York State Court of Appeals, *Benintendi v. Kenton Hotel*, 60 N.E.2d 829, 1945.

A conclusione di questo mio lavoro, mi preme ringraziare la professoressa Barbara De Donno, per la costante disponibilità dimostratami e per le puntuali indicazioni attraverso le quali ha saputo guidarmi nello svolgimento delle mie ricerche.

Un pensiero particolare va poi ai miei genitori, a mio fratello, ai nonni e agli zii, che nei passaggi più tortuosi del mio percorso non mi hanno fatto mai mancare il loro caloroso supporto.