

Marco Ventoruzzo

**I CRITERI DI VALUTAZIONE DELLE
AZIONI IN CASO DI RECESSO DEL
SOCIO**

Estratto



IL DIRITTO DI RECESSO

MARCO VENTORUZZO

I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio

SOMMARIO: Diritto di recesso e criteri legali di valutazione della partecipazione del socio recedente tra problemi sistematici ed applicativi. — 2. I presupposti per l'esercizio del recesso nelle società per azioni. — 3. Presupposti inderogabili previsti dall'art. 2437, commi 1 e 3, c.c. — 4. Presupposti inderogabili previsti dall'art. 2437-*quinquies*, dall'art. 2497-*quater*, dall'art. 2343 c.c. e dall'art. 34 del d.lgs. 5/2003. — 5. Presupposti derogabili e statuari. — 6. La legittimazione ad esercitare il recesso nei casi di deliberazione assembleare di modifica dell'atto costitutivo. — 7. La legittimazione ad esercitare il recesso a fronte di fatti diversi da una deliberazione assembleare di modifica dell'atto costitutivo. — 8. Termini e modalità per l'esercizio del diritto di recesso. — 9. Efficacia della dichiarazione di recesso, revoca del recesso e revoca della deliberazione che legittima il recesso. — 10. La valutazione delle azioni del socio recedente tra protezione delle minoranze, interessi della società e degli altri soci e tutela dei creditori. Alcune considerazioni generali. — 11. La determinazione del valore delle azioni non quotate: il criterio legale. — 12. La « consistenza patrimoniale ». — 13. Le « prospettive reddituali ». — 14. L'« eventuale valore di mercato delle azioni ». — 15. La determinazione del valore delle azioni quotate su mercati regolamentati: il criterio legale. — 16. Il momento al quale la valutazione deve essere riferita, nelle società con azioni quotate e non, distinguendo i casi di recesso fondato su deliberazione assembleare di modifica dello statuto e su fatti diversi. — 17. Il rilievo di operazioni societarie future, che hanno legittimato il recesso, nella valutazione delle azioni (in particolare, fusione e scissione). — 18. Considerazioni sull'ammissibilità di sconti di minoranza: valutazione della « singola azione » o della « partecipazione azionaria »? — 19. Criteri statuari per la determinazione del valore delle azioni: i confini della deroga. — 20. La questione della derogabilità *in melius* e *in peius* dei criteri legali di valutazione. — 21. Derogabilità del criterio legale di valutazione delle azioni quotate? — 22. Criteri di valutazione dell'azienda sociale e delle azioni diversi da quelli legali. — 23. Clausole di mero gradimento e valutazione delle azioni « secondo le modalità e nella misura previste dall'art. 2437-*ter* » e criteri statuari di valutazione. — 24. La conoscenza della determinazione del valore delle azioni ai fini del recesso e la sua eventuale contestazione. — 25. Alcuni problemi attinenti il procedimento di liquidazione delle azioni del socio receduto. — 26. Recesso e offerte pubbliche d'acquisto: la rilevanza dei criteri di valutazione delle partecipazioni sociali.

1. A fronte della maggiore autonomia statutaria e dell'attribuzione di più incisivi poteri all'organo di amministrazione, la riforma del diritto societario ha introdotto nuovi strumenti di tutela delle minoranze e del singolo socio, o rafforzato quelli esistenti⁽¹⁾. Utilizzando una distinzione ormai entrata nel lessico corrente, alcuni di questi strumenti si basano sulla cosiddetta «*voice*», ossia prevedono che il socio persegua il soddisfacimento delle proprie ragioni tramite l'esercizio di diritti endosocietari compatibili con la conservazione del rapporto corporativo; mentre altri possono essere ascritti alla cosiddetta «*exit*», attuando la tutela del socio tramite il disinvestimento, totale o parziale, a condizioni eque⁽²⁾. Tra questi ultimi spicca, per rilievo sia teorico che applicativo, il diritto di recesso, i cui presupposti di esercizio sono stati significativamente ampliati⁽³⁾.

(1) P. MARCHETTI, *Il potere decisionale gestorio nella s.p.a.*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Cedam, Padova, 2004, 469 ss., dopo aver osservato che la riforma «*conduce ad un rafforzamento del potere gestorio*» e «*ad un rafforzamento della stabilità nei confronti della contendibilità*» (470), ritiene — con riferimento agli strumenti di «*voice*» quali azione sociale di responsabilità e impugnabilità delle delibere assembleari — che «*complessivamente la tutela dell'azionista nei confronti degli amministratori esca dalla riforma (potenzialmente) rafforzata*» (474). Secondo A. GAMBINO, *Riflessioni generali*, ivi, 451: «*l'autonomia societaria, cioè dei soci, non è un valore in sé nella riforma, ma rappresenta piuttosto uno strumento importante di negoziazione, anche in coerenza con l'esigenza di competitività tra gli ordinamenti, al fine di rendere appetibile alle singole microeconomie l'apporto di capitale di rischio e di credito: negoziazioni il cui risultato positivo sarebbe impossibile se di esse non possa far parte la negoziazione dell'*exit**».

(2) La distinzione tra «*uscita*» e «*voce*» quali strumenti per la limitazione dei costi di agenzia o, più in generale, per la riduzione della distanza tra situazione desiderata dagli agenti economici e situazione reale è stata elaborata da A. O. HIRSCHMAN, *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations and States*, Harvard University Press, Cambridge, Mass., 1970, trad. it. *Lealtà, defezione, protesta. Rimedi alla crisi delle imprese, dei partiti e dello stato*, Bompiani, Milano, 1983. Applica questa distinzione C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Cedam, Padova, 2003, il quale così scrive a 72 s. «*può essere utile, in un discorso non soltanto formale sui "poteri" del socio, il criterio classificatorio che si avvale della distinzione, soprattutto elaborata nell'indagine economica sull'azione collettiva, tra poteri di *exit* e poteri di *voice*: la possibilità da un lato di influire, direttamente o indirettamente, determinandone positivamente la direzione o ponendole limiti negativi, sull'attività sociale, la possibilità dall'altro di uscire dalla collettività e sottrarsi così alle scelte in essa compiute*».

(3) G. ROSSI-A. STABILINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in questa *Rivista*, 2003, 6, individuando nell'autonomia contrattuale e nel rafforzamento di maggioranza e amministratori i tratti fondanti della riforma, osservano che nella protezione dei soci (di minoranza) la nuova disciplina si sia spostata «*verso un sistema di tutele di natura prevalentemente obbligatoria*» e indicano nel recesso l'istituto che «*meglio rappresenta questa filosofia*», istituto che «*viene nella riforma notevolmente potenziato e al quale il legislatore assegna, sembrerebbe, una funzione essenziale di tutela del socio*

Il presente scritto affronta, in particolare, le nuove regole attinenti alla valutazione delle azioni del socio recedente nelle società per

dissenziente rispetto alle determinazioni della maggioranza e che l'autonomia statutaria può anche ulteriormente ampliare». Sulla disciplina del diritto di recesso introdotta dalla riforma del diritto si v., tra i lavori che saranno citati nel prosieguo: F. ANNUNZIATA, *Commento agli artt. 2437-2437-quinquies*, dattiloscritto, destinato alla pubblicazione nel *Commentario* P. Marchetti-L.A. Bianchi-F. Ghezzi-M. Notari (a cura di), consultato per la gentilezza dell'Autore (ove anche, a 11 ss., alcuni riferimenti di diritto comparato sul diritto di recesso nei principali ordinamenti europei); E. BELLEZZA, *La nuova disciplina del recesso*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società*, Ipsoa, Milano, 2003, 261 ss.; M. CALLEGARI, *Commento agli artt. 2437-2437-2437-sexies*, in G. COTTINO-G. BONFANTE-O. CAGNASSO-P. MONTALENTI (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, Zanichelli, Bologna, 2004, 1389 ss.; S. CAPPIELLO, *Recesso ad nutum e recesso « per giusta causa » nelle s.p.a. e nella s.r.l.*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 497 ss.; S. CARMIGNANI, *Commento agli artt. 2437-2437-sexies*, in M. SANDULLI-V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, Giappichelli, Torino, 2003, 890 ss.; A. DACCÒ, *Il diritto di recesso: limiti dell'istituto e limiti all'autonomia privata nella società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 471 ss.; S. D'ANDREA, *Recesso del socio nelle società per azioni. La nuova disciplina e qualche riflessione*, in A. LANZI-V. FRANCESCHELLI (a cura di), *La riforma del diritto societario. Profili civili e penali*, Giuffrè, Milano, 2004, 47 ss.; G. DE NOVA, *Il diritto di recesso del socio di società per azioni come opzione di vendita*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 329 ss.; A. DENTAMARO, *Il diritto al disinvestimento nelle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 441; I. FERRI, *Il recesso nella nuova disciplina delle società di capitali. Brevi considerazioni*, in *Riv. Not.*, 2004, I, 915 ss.; S. LUONI, *Osservazioni in tema di recesso nelle società per azioni, anche alla luce della riforma del diritto societario*, Nota a Cass. civ., 12 luglio 2002, n. 10144, in *Giur. it.*, 2003, 1, 110 ss.; F. MAGLIULO, *Il recesso e l'esclusione*, in AA.VV., *La riforma della società a responsabilità limitata*, Ipsoa, s.l., 2004, 199 ss., a 219; S. MASTURZI, *Riflessi finanziari e patrimoniali del recesso del socio*, in C. MONTAGNANI (a cura di), *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Milano, 2004, 125 ss.; A. MORANO, *Analisi delle clausole statutarie in tema di recesso alla luce della riforma della disciplina delle società di capitali*, in *Riv. not.*, 2003, 303 ss.; M. NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437-quinquies c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 529 ss.; A. PACIELLO, *Commento agli artt. 2437-2437-sexies*, in G. NICCOLINI-A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Jovene, Napoli, v. 2, 2004, 1105 ss.; ID., *Il diritto di recesso nella s.p.a.: primi rilievi*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 417; R. RORDORF, *Il recesso del socio di società di capitali: prime osservazioni dopo la riforma*, in *Società*, 2003, 923 ss.; L. SALVATORE, *Il « nuovo » diritto di recesso nelle società di capitali*, in *Contr. impr.*, 2003, 629 ss.; G. SCHIANO DI PEPE, *Il diritto di recesso nei gruppi*, in *Società*, 2003, 1205 ss., part. 1207 ss.; M. STELLA RICHTER, *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 389 ss.; A. TOFFOLETTO, *L'autonomia privata e i suoi limiti nel recesso convenzionale del socio di società di capitale*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 347 ss., ove il diritto di recesso nelle società di capitali viene inquadrato in relazione all'omologo istituto nel diritto dei contratti sinallagmatici, associativi e nelle società di persone, offrendo anche una sintetica analisi dell'evoluzione storica dell'istituto utile in chiave interpretativa; M. VIETTI, *Commento agli artt. 2437-2437-sexies*, in G. LO CASCIO (a cura di), *La riforma del diritto societario*, Giuffrè, Milano, t. 6, 2003, 419 ss. Per una panoramica delle prime reazioni di studiosi ed operatori alle nuove regole in tema di recesso, si v. le osservazioni e i commenti attinenti agli artt. 2437 ss. c.c. pubblicati in questa *Rivista*, 2002, 1346 ss. Sugli aspetti tributari, v. P. MONTANARI, *La disciplina fiscale del diritto di recesso*, in *Società*, 2005, 41 ss.

azioni⁽⁴⁾. Al fine di esaminare i problemi interpretativi posti da tali criteri di valutazione (nei §§ dal 10 in poi) sarà tuttavia essenziale un più generale inquadramento della disciplina del recesso, discutendo i presupposti e le modalità per l'esercizio del diritto (§§ da 2 a 9), nonché le regole attinenti il procedimento di liquidazione delle azioni (§§ 24 e 25). Si segnala sin d'ora, tuttavia, che, anche alla luce dei non pochi lavori già disponibili su questi ultimi aspetti⁽⁵⁾, la loro trattazione si concentrerà su specifiche questioni interpretative, enfatizzando i problemi connessi — direttamente o indirettamente — ai criteri di valutazione delle azioni al centro di questo studio.

Prima di procedere è opportuno chiarire, sul piano metodologico, le ragioni e il significato dell'indagine che andrà compendosi: l'esame dei criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso è, infatti, parte di un più ampio progetto di ricerca attinente le regole previste dalla legge per la determinazione del prezzo o del valore delle partecipazioni so-

Tra i numerosi contributi anteriori alla riforma del diritto societario si ricordano, senza pretesa di completezza, G. GRIPPO, *Il recesso del socio*, in G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, 6*, *Modificazioni statutarie. Recesso. Riduzione del capitale*, Utet, Torino, 1998, 133 ss., ove ampi riferimenti bibliografici; G. FERRI, *Recesso del socio e speciali ragioni di deroga ai criteri legali di valutazione nel bilancio d'esercizio*, nota a Cass., 10 settembre 1974, n. 2454, in *Riv. dir. comm.*, 1975, II, 134 ss.; D. GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2000; ID., *Una proposta di riforma del diritto di recesso*, in *Giur. comm.*, 1999, I, 768 ss.; ID., *Sulle forme e sulle modalità della dichiarazione di recesso nelle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 1999, II, 247 ss.; M. NOTARI, *Commento art. 131*, in P. MARCHETTI-L.A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, Giuffrè, Milano, 1999, 1100 ss.; G. PRESTI, *Questioni in tema di recesso nelle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 1982, I, 100 ss.; M. SANTORO, *Commento a App. Milano*, 13 ottobre 2000, in *Società*, 2001, 311 ss.; D. SPEDICATI, *Il diritto di recesso: il rimborso del recedente*, in questa *Rivista*, 1993, 681 ss.; M. TRONTI, *In tema di rimborso delle azioni al socio che recede da una società per azioni*, in *Cont. impresa*, 1996, 419 ss.

(4) Il lavoro si inserisce in un progetto di studio, avviato nell'ambito di una ricerca co-finanziata dal Ministero dell'Università e della Ricerca Scientifica e dall'Università Bocconi e coordinata da Piergaetano Marchetti, dedicato all'esame dei criteri legali di valutazione delle partecipazioni sociali in società di capitali a seguito della riforma del diritto societario. Nell'ambito di tale ricerca, il presente studio si collega al precedente articolo G. BALP-M. VENTORUZZO, *Esclusione del diritto d'opzione nelle società con azioni quotate nei limiti del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di recesso*, in questa *Rivista*, 2004, 795 ss.; e proseguirà con un esame dei criteri di valutazione delle partecipazioni dei soci in caso di recesso nell'ambito dei tipi societari diversi dalla società per azioni, sui quali dunque il lavoro non si sofferma, se non ove necessario per interpretare la disciplina applicabile alle società per azioni. L'Autore desidera ringraziare, per suggerimenti e osservazioni, Niccolò Abriani, Filippo Annunziata, Elena Buffa di Perrero, Massimiliano Carnevali, Marco Fumagalli, Livia Gasperi, Mario Notari, Giulio Sandrelli, Mario Stella Richter e Giovanni Strampelli.

(5) V. nota 3.

ciali⁽⁶⁾. Il nostro ordinamento prevede ormai diversi criteri per la valorizzazione delle azioni (ma anche delle quote di società a responsabilità limitata e delle partecipazioni in società cooperative e di persone) a fronte di specifici eventi societari⁽⁷⁾. Si pensi, oltre alle norme in tema di recesso, alle regole per il calcolo del prezzo di emissione in caso di aumento di capitale sociale a pagamento (art. 2441 c.c.⁽⁸⁾), alle disposizioni in tema di prezzo al quale deve essere effettuata un'offerta pubblica d'acquisto (artt. 106 e 108 T.U.F.⁽⁹⁾) o al quale può essere esercitato il diritto d'acquisto nelle società quotate (art. 111 T.U.F.⁽¹⁰⁾).

(6) Si tratta di una prospettiva di studio indicata da P. MARCHETTI, *Spunti sulle relazioni tra valore contabile, valore economico, valore di mercato dell'azienda nelle operazioni societarie di finanza straordinaria*, in *Giur. comm.*, 1993, I, 205 ss., nell'ambito della quale si può anche collocare, almeno per alcuni aspetti, la ricerca di L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, che infatti, pur con riferimento allo specifico problema oggetto d'indagine, trae numerosi spunti di riflessione dall'estensione alle valutazioni di fusione dei « principi che regolano le valutazioni d'azienda nell'ambito delle operazioni di finanza straordinaria diverse dalla fusione » (207), nonché degli stessi criteri legali di valutazione delle partecipazioni sociali in caso di recesso (si v. part. 221 ss. e 227 ss.).

(7) G. BALP-M. VENTORUZZO (nt. 4), 840.

(8) Sui criteri di determinazione del sovrapprezzo si ricordano almeno: P. MARCHETTI, *Art. 22*, in P. MARCHETTI (a cura di), *Modificazioni alla disciplina delle società per azioni, in accomandita per azioni, a responsabilità limitata e cooperative, in attuazione della direttiva del Consiglio delle Comunità Europee n. 77/91 del 13 dicembre 1976, ai sensi della legge 8 agosto 1985, n. 412. Decreto del Presidente della Repubblica 10 febbraio 1986, n. 30 - Commentario*, in *Nuove Leggi Civ. Comm.*, 1988, 180 ss.; A. MIGNOLI, *Determinazione dell'entità del sovrapprezzo*, in questa *Rivista*, 1982, 525 ss.; G. MUCCIARELLI-M.S. SPOLIDORO, *Diffusione delle azioni fra il pubblico, ammissione alla quotazione e determinazione del sovrapprezzo*, in questa *Rivista*, 1986, 31 ss.; G. MUCCIARELLI, *Il sovrapprezzo delle azioni*, Giuffrè, Milano, 1997; G.B. PORTALE, *Opzione e sovrapprezzo nella novella azionaria*, in *Giur. comm.*, 1975, I, 207 ss.; G.C.M. RIVOLTA, *Profili della nuova disciplina del diritto di opzione nelle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1975, I, 517 ss.; sulla determinazione del prezzo di emissione delle azioni nella nuova ipotesi di esclusione del diritto d'opzione introdotta dalla riforma del diritto societario, relativa alle società quotate, si v., oltre al già citato G. BALP-M. VENTORUZZO (nt. 4), 795 ss., S.A. CERRATO, *Art. 2441*, in G. COTTINO-G. BONFANTE-O. CAGNASSO-P. MONTALENTI (diretto da), *Il nuovo diritto societario. Artt. 2409-bis-2483 c.c.*, t. 2, Bologna, 2004, 1521 ss.; G.L. GRECO, *Art. 2441*, in M. SANDULLI-V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, Giappichelli, Torino, t. 2, 2003, 917; F. PLATANIA, *Art. 2441*, in G. Lo Cascio (a cura di), *La riforma del diritto societario*, t. 6, Giuffrè, Milano, 2003, 495.

(9) Sui criteri per il calcolo del prezzo al quale occorre lanciare l'offerta successiva totalitaria ai sensi dell'art. 106 T.U.F e l'offerta residuale ai sensi dell'art. 108 T.U.F. cfr. F. CANNELLA, *Commento art. 106*, in P. MARCHETTI-L.A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, Giuffrè, Milano, 1999, 337 ss.; M. VENTORUZZO, *Commento art. 108*, *ivi*, 424 ss.

(10) P. IOVENITTI, *Il prezzo di acquisto ex art. 111/58: aspetti quantitativi*, in questa *Rivista*, 1999, 1344 ss.; M. VENTORUZZO, *Commento art. 111*, in P. MARCHETTI-L.A. BIANCHI (a

Si tratta, ovviamente, di criteri eterogenei previsti nell'ambito di istituti profondamente diversi, con la conseguenza che le differenze che essi presentano potrebbero essere pienamente giustificate dalle finalità di volta in volta servite dalla disciplina nella quale si inseriscono. Appare tuttavia necessario chiedersi se tali differenze discendano coerentemente da un disegno razionale basato su solidi principi sistematici e valide considerazioni economiche o, piuttosto, siano il prodotto di un'attività normativa non sempre accompagnata da una rigorosa riflessione sugli istituti disciplinati, in grado di determinare risultati indesiderabili da un punto di vista applicativo. Basti pensare, per rendersi conto della rilevanza del problema, alla possibile alternativa (sulla quale si tornerà in seguito⁽¹¹⁾) tra adesione all'offerta e recesso che si porrebbe agli azionisti di una società quotata oggetto di offerta pubblica d'acquisto finalizzata ad una fusione per incorporazione con conseguente modifica dell'oggetto sociale.

Più in generale, a dimostrazione della delicatezza della nuova disciplina, si ponga mente alla possibilità di recedere dei soci di minoranza di una società non quotata, nella quale un ente esterno all'attuale gruppo di controllo acquisti una partecipazione di maggioranza assoluta, circostanza che potrebbe attribuire loro un « posto » al « tavolo delle trattative » sulla cessione della partecipazione di controllo⁽¹²⁾.

Alla luce di tali considerazioni l'esame dei criteri di valutazione delle partecipazioni sociali in caso di recesso appare rilevante da un punto di vista sia sistematico, sia applicativo. Esso, infatti, consente in primo luogo di verificare — da una particolare e, in parte, inedita prospettiva — la coerenza intrinseca di alcuni istituti del diritto societario⁽¹³⁾. In secondo luogo, nella materia in esame, gli amministratori sono chiamati a gestire un complesso intreccio di interessi contrapposti: del socio recedente, della società, degli altri soci, dei creditori e dei diversi *stakeholders* della società. Il diritto di recesso, infatti, rappresenta il confine oltre il quale la volontà

cura di), *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, Giuffrè, Milano, 1999, 483 ss.

(11) Cfr. par. 26.

(12) Scrive in proposito P. MARCHETTI (nt. 1), 471, che « La disciplina del gruppo infatti può costituire una potente "poison pill" rispetto alla contendibilità della capogruppo, specie ove si acceda ad una lettura restrittiva dell'art. 2497-*quater*, comma 1, lett. c) nel senso che il mutamento del titolare dell'attività di direzione e coordinamento esclude il recesso *solo* nelle società quotate assoggettate a tale direzione (il requisito dell'alterazione delle condizioni di rischio dell'investimento, dal canto suo, potrebbe agevolmente essere invocato in tutte le operazioni di cambiamento del controllo assistite da una forte leva finanziaria) ».

(13) Cfr. nota 4.

della maggioranza non può imporsi alla minoranza « senza assicurare a quest'ultima un'uscita di sicurezza » (14). Le condizioni alle quali tale uscita è consentita — e quindi i criteri di valutazione delle azioni — costituiscono, per ricorrere al linguaggio dell'economia, un « gioco a somma zero » nel quale, in certa misura e semplificando (15), più è favorito il recedente, più il recesso può risultare oneroso per la società, i rimanenti soci e i terzi. Si tratta, dunque, di un tema con il quale operatori e interpreti dovranno confrontarsi con grande attenzione, districandosi tra una rete di posizioni anche conflittuali (16).

2. Come già chiarito, non è compito del presente scritto una puntuale disamina delle cause di recesso nelle società per azioni. Ci si limiterà, pertanto, a fornire un quadro di riferimento generale, discutendo più analiticamente solo alcuni problemi interpretativi di particolare rilevanza.

Non si può che partire, a questo fine, dalla considerazione che la riforma, avendo notevolmente ampliato i casi di recesso, li ha ordinati in ragione di due variabili, che possono essere tra loro incrociate: la natura inderogabile o meno del presupposto del recesso, e la circostanza che esso sia rappresentato da una modificazione statutaria o da fatti diversi. Prima ancora di discutere i singoli presupposti del recesso, conviene allora richiamarli sinteticamente distinguendoli in ragione di tali criteri.

Sotto il primo profilo possono essere così distinte, ricorrendo a una classificazione presente nella legge e utilizzata da diversi autori (17), ipotesi

(14) G. COTTINO, *Diritto commerciale*, I, 2, Cedam, Padova, 1987, 551.

(15) Si tratta, evidentemente, di una semplificazione in quanto la previsione di regole favorevoli al singolo socio in caso di recesso potrebbe, ad esempio, contribuire a ridurre il rischio dell'investimento azionario diminuendo così il costo del capitale a vantaggio anche della società e dei soci di maggioranza: pur non essendo semplice valutare gli effetti « collaterali » della disciplina, tuttavia, appare ragionevole affermare che, quantomeno limitando l'indagine al momento dell'esercizio del diritto di *exit*, il recesso determini una contrapposizione di interessi.

(16) La valutazione delle azioni ai fini del recesso potrebbe dunque rappresentare, a seguito della riforma del diritto societario, un altro di quelli che sono stati definiti « momenti della verità », « in cui si devono o si possono acclarare e diffondere valori economici oggettivi indipendentemente dal, e anzi con espresso riscontro di un eventuale, diverso valore di mercato » (P. MARCHETTI (nt. 6), 217).

(17) Per chiarezza e completezza si segnala quella di M. STELLA RICHTER (nt. 3), 391 ss. Come si discuterà nelle pagine che seguono, non vi è assoluta concordia, tra i commentatori, sulla natura inderogabile delle singole ipotesi di recesso previste da disposizioni diverse dal comma 1 dell'art. 2437 c.c. A titolo introduttivo si è tuttavia seguita, nella schematizzazione contenuta nel testo, la soluzione che — secondo quanto si illustrerà più analiticamente nel prosieguo — appare preferibile e sulla quale pare convergere l'opinione della prevalente dottrina.

di recesso inderogabili; previste dalla legge ma eliminabili in via statutaria e facoltativamente introducibili dal contratto sociale.

In sintesi, tra le prime si annoverano: i casi previsti dall'art. 2437 c.c., comma 1 (modifiche significative dell'oggetto sociale; trasformazione della società; trasferimento della sede sociale all'estero; revoca dello stato di liquidazione; eliminazione di una o più cause di recesso facoltative; modifica in via statutaria dei criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso; modifiche dello statuto attinenti i diritti di voto o di partecipazione) e comma 3 (recesso *ad nutum* da società costituita a tempo indeterminato se le azioni non sono quotate); la fattispecie di cui all'art. 2437-*quinquies* c.c. (deliberazione che comporti l'esclusione dalla quotazione di azioni negoziate su mercati regolamentati); le ipotesi previste dall'art. 2497-*quater* c.c. a favore del socio di società soggetta a direzione e coordinamento (mutamento dello scopo o cambiamento significativo dell'oggetto della «capogruppo»⁽¹⁸⁾); condanna esecutiva della «capogruppo» al risarcimento dei danni ai sensi dell'art. 2497 c.c.; inizio o termine dell'attività di direzione e coordinamento che alteri le condizioni di rischio dell'investimento, se non è promossa un'offerta pubblica d'acquisto e non si tratta di società con azioni quotate); l'introduzione e la rimozione di clausole statutarie compromissorie ai sensi dell'art. 34, comma 6, del d.lgs. 5/2003. A queste fattispecie, alle quali — pur con le differenze e gli adattamenti di cui in appresso — si applicano i criteri di valutazione delle azioni previsti dall'art. 2437-*ter* c.c., si può aggiungere la pur particolare ipotesi prevista dall'art. 2343, comma 4, c.c., nel caso in cui ad esito della valutazione infrasemestrale dei conferimenti in natura da parte degli amministratori, risulti che il valore dei beni o dei crediti conferiti fosse inferiore di oltre un quinto a quello per il quale è avvenuto il conferimento. Al socio conferente è consentito il recesso, con la particolarità che avrà diritto alla restituzione di quanto conferito anziché alla liquidazione della partecipazione, se tale restituzione è possibile in tutto o in parte in natura.

Le ipotesi di recesso previste dalla legge ma derogabili dallo statuto (cosiddetto «*opt-out*»), disciplinate dall'art. 2437, comma 2, c.c., sono la proroga del termine di durata della società e l'introduzione o la rimozione di vincoli alla circolazione delle azioni.

Nelle società per azioni che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, infine, l'art. 2437, comma 4, c.c., prevede la possibilità di intro-

(18) Le virgolette sono dovute all'utilizzo, per ragioni di sintesi, del termine «capogruppo» al posto della più corretta formula «società o ente che esercita l'attività di direzione e coordinamento».

durre ulteriori cause di recesso, che quindi devono considerarsi facoltative⁽¹⁹⁾. A questo proposito si ricorda che, ai sensi dell'art. 2355-*bis* c.c., è condizione di efficacia delle clausole di mero gradimento la previsione del diritto di recesso in capo all'alienante. In questo caso l'esercizio della facoltà statutaria di introdurre una causa di recesso rappresenta un onere al quale la società deve sottostare per limitare la circolazione delle azioni⁽²⁰⁾.

Richiamati così i possibili presupposti del recesso, distinguendoli in base alla loro natura imperativa o meno, risulta evidente la possibilità di sovrapporre, a questa classificazione, quella basata sulla circostanza che causa del recesso sia una modificazione statutaria introdotta tramite deliberazione assembleare, ovvero un fatto diverso. Come si avrà occasione di discutere, questa distinzione rileva non solo ai fini delle modalità di esercizio del recesso (l'art. 2437-*bis*, comma 1, c.c., disciplina infatti diversamente il termine per l'esercizio del diritto a seconda che esso sia legittimato da una deliberazione assembleare o da altro fatto)⁽²¹⁾, ma anche ai fini della valutazione delle azioni del recedente⁽²²⁾.

Scorrendo le ipotesi di recesso appena ricordate, ci si avvede che ai soci è inderogabilmente attribuito il diritto di recedere sia a fronte di modificazioni statutarie (tutti i casi previsti dall'art. 2437, comma 1, c.c. ad eccezione della revoca dello scioglimento; l'introduzione e la soppressione di clausole statutarie compromissorie), sia a fronte di fatti diversi da una deliberazione di modifica dello statuto (ad esempio i casi previsti dalla disciplina della direzione e coordinamento di società, ma anche il recesso *ad nutum* in caso di società costituita a tempo indeterminato ai sensi del comma 3 dell'art. 2437 c.c.⁽²³⁾).

(19) È opportuno cogliere subito l'occasione per osservare che il più ristretto ambito di applicazione dell'istituto del recesso nelle società quotate, giustificabile alla luce della facilità di disinvestimento ricorrendo al mercato, ispira non solo la limitazione all'introduzione di ipotesi facoltative di recesso, bensì numerose altre disposizioni, a cominciare dallo stesso criterio di valutazione delle azioni che si basa su una rigida media aritmetica. Tale approccio caratterizza anche i sistemi stranieri: nell'ordinamento statunitense, ad esempio, si sono tradizionalmente applicate limitazioni ed eccezioni al cosiddetto « *right of appraisal* » degli azionisti dissenzienti da una fusione proprio nelle società con azioni quotate: v. J.D. COX-T.L. HAZEN, *Cox & Hazen on Corporations*, Aspen, New York, 2^a ed., 2003, vol. III, 1366 s.

(20) M. STELLA RICHTER (nt. 3), 394; F. CORSI, *Le nuove società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2003, 30, ove annovera tale ipotesi tra le cause di recesso facoltative previste tuttavia dalla legge.

(21) Cfr. par. 8.

(22) Cfr. par. 16.

(23) Infatti, mentre l'introduzione di una clausola che preveda la durata a tempo inde-

Analogamente, le ipotesi di recesso derogabili o facoltative possono presupporre una delibera di modificazione del contratto sociale (proroga del termine di durata, introduzione e rimozione di vincoli alla circolazione delle azioni, ma anche altri casi prevedibili esercitando l'ampia facoltà di cui all'art. 2437, comma 4, c.c.), così come un fatto diverso (ancora una volta, si pensi alle ipotesi di recesso introducibili statutariamente) ⁽²⁴⁾.

Ciò posto per fare ordine nel quadro dei nuovi e numerosi presupposti del diritto di recesso, occorre considerare più da vicino le principali ipotesi richiamate discutendo alcuni problemi interpretativi che esse pongono. Tale esame sarà condotto distinguendo cause derogabili e inderogabili di recesso.

3. Le prime tre ipotesi di recesso inderogabili previste dall'art. 2437 c.c. richiamano, pur con alcune non trascurabili differenze, le (uniche) ipotesi disciplinate da tale disposizione prima della riforma del diritto societario.

La « *modifica della clausola dell'oggetto sociale, quando consente un cambiamento significativo dell'attività della società* » (art. 2437, comma 1, lett. a), c.c.), ha sostituito il previgente « *cambiamento dell'oggetto* » della società. La nuova formulazione sposa alcune soluzioni interpretative che si erano date, nel vigore della precedente disciplina, a fronte dell'espressione utilizzata dal legislatore; ma introduce anche nuovi dubbi. Si conferma, ad esempio, che modifiche di fatto dell'oggetto sociale, per le quali l'ordinamento appronta rimedi diversi ⁽²⁵⁾, non legittimano il recesso, come chiarisce sia il riferimento alla « *clausola* » dell'oggetto sociale, sia la precisazione che la modifica statutaria deve « *consentire* » un cambiamento dell'attività (di fatto) svolta dalla società ⁽²⁶⁾. Riceve anche esplicito fonda-

terminato della società può essere assimilata alla proroga del termine e, quindi, consentire il recesso a fronte della deliberazione assembleare con la quale è stata approvata, nel caso in cui un soggetto sia socio di una società priva di termine di durata è consentito, come meglio si vedrà più avanti nel testo (cfr. par. 3), il recesso in ogni momento, con la conseguenza che il recesso è collegato alla mera volontà del socio e non ad una delibera di modificazione dello statuto.

⁽²⁴⁾ Questa distinzione, peraltro, sarà ripresa più avanti, in quanto assume rilevanza per stabilire il termine per l'esercizio del recesso ai sensi dell'art. 2437-bis c.c.

⁽²⁵⁾ E si pensi alla possibilità di invocare la responsabilità civile degli amministratori ai sensi degli artt. 2392 ss. c.c.

⁽²⁶⁾ Cfr. G. GRIPPO (nt. 3), a 154 ss. In giurisprudenza, tra i casi più recenti, si v., tra le corti di merito, App. Milano, 16 ottobre 2001, in *Società*, 2002, 449 ss., App. Milano, 27 gennaio 1998, in *Foro pad.*, 1999, I, 58. L'irrelevanza delle modificazioni di fatto risolve indirettamente anche il dubbio posto da un'Aurice, la quale si chiede se vi sia recesso « nel caso in cui

mento normativo, grazie al predicato « significativo », la tesi secondo la quale solo modificazioni in grado — almeno potenzialmente — di alterare profondamente le condizioni di rischio dell'investimento rientrano nel campo di applicazione della norma ⁽²⁷⁾.

Rafforza inoltre la propria validità, alla luce della nuova formulazione dell'ipotesi di recesso in esame, l'interpretazione secondo la quale anche il mero ampliamento dell'oggetto sociale — se potenzialmente consente un mutamento del rischio d'impresa — legittima il recesso ⁽²⁸⁾.

Qualche dubbio potrebbe invece essere avanzato, leggendo l'attuale previsione, sull'idoneità di una *restrizione* dell'oggetto sociale a consentire il recesso. Infatti, a rigore, sostituendo un oggetto sociale più ampio (ad esempio, « produzione e commercializzazione di macchinari per l'edilizia ») con uno più ristretto (« produzione e commercializzazione di carrelli elevatori per uso nel settore edile »), non si « *consente un cambiamento significativo dell'attività sociale* ». Una simile interpretazione potrebbe essere sostenuta osservando che anche mantenendo la precedente clausola statutaria l'attività sociale poteva di fatto limitarsi alla (più circoscritta) attività descritta dalla nuova formulazione dello statuto, con la conseguenza che la modifica statutaria non avrebbe « consentito » un cambiamento delle condizioni di rischio dell'investimento, possibile indipendentemente dalla sua adozione. Si ritiene tuttavia preferibile un'interpretazione meno letterale, che tenga conto anche delle attività *potenzialmente* rientranti nell'oggetto sociale. In base a una siffatta prospettiva, anche la restrizione dell'oggetto sociale legittima il recesso in quanto, pur non « consentendo » un significativo cambiamento dell'attività della società, limita la possibilità di operare in taluni settori o compiere determinate operazioni in grado di incidere sulle caratteristiche di rischio e rendimento dell'investimento azionario ⁽²⁹⁾.

la delibera di modifica dell'oggetto sociale sia adottata ma non attuata » (M. CALLEGARI (nt. 3), 1395, corsivo nostro), concludendo correttamente, se ben si intende, che sussiste il diritto di *exit* anche a fronte della semplice deliberazione di cambiamento della clausola statutaria se essa consente, anche solo potenzialmente, un significativo mutamento dell'attività svolta dalla società, ma indipendentemente dalla circostanza che tale mutamento di fatto avvenga.

⁽²⁷⁾ F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, III, 2, Cedam, Padova, 2004, 403.

⁽²⁸⁾ Sui termini della questione si v. G. GRIPPO (nt. 3), 152 s., ove limpidamente si richiamano, ricordando i diversi significati attribuiti all'espressione « ampliamento », E. GLIOZZI, *Gli atti estranei all'oggetto sociale nelle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 170 e G. FRÈ, *Società per azioni*, in Commentario del codice civile Scialoja-Branca, Del lavoro, Bologna-Roma, 1997, 603; in giurisprudenza cfr. Cass. civ., 29 ottobre 1971, n. 3050, in *Giur. it.*, 1972, I, 1, 850 ss.

⁽²⁹⁾ Si pensi a settori caratterizzati da cicli stagionali non in fase, nei quali operando simultaneamente sia possibile un contenimento del rischio d'impresa. Occorre peraltro osser-

Legittima inderogabilmente il recesso la « *trasformazione della società* » (art. 2437, comma 1, lett. b), c.c.), fattispecie che sostituisce il precedente riferimento al « *cambiamento (...) del tipo della società* ». Si è rilevato, a proposito della differente espressione utilizzata dal legislatore, che essa chiarisce la possibilità di recedere anche a fronte delle nuove ipotesi di trasformazione eterogenea previste dall'art. 2500-*septies* c.c. di società di capitali in consorzi, società consortili e cooperative, comunioni d'azienda, associazioni non riconosciute e fondazioni che non rappresentano una mera modifica del tipo di società⁽³⁰⁾. Pare invece superabile la preoccupazione, sollevata da alcuni scrittori⁽³¹⁾, che la formulazione letterale della disposizione escluderebbe quei casi nei quali il cambiamento del tipo sociale discende indirettamente da un'operazione formalmente diversa dalla trasformazione, quali fusioni o scissioni cosiddette eterogenee. Tali operazioni, infatti, come si è avuto modo di chiarire in dottrina, *implicano* trasformazione e, quindi, assoggettano la delibera di fusione o scissione anche alle conseguenze giuridiche del cambiamento del tipo di società⁽³²⁾.

Il « *trasferimento della sede sociale all'estero* » (art. 2437, comma 1, lett. c), c.c.) è l'unica ipotesi di recesso inderogabile la cui formulazione non è stata in alcun modo toccata dalla riforma del diritto societario. Alcuni commentatori hanno avuto modo di lamentare che tale causa di recesso può « apparire anacronistica alla luce dell'internazionalizzazione dei mercati »⁽³³⁾. In realtà la disposizione è la necessaria conseguenza, in ter-

vare che la questione ha un rilievo principalmente teorico in quanto, proprio per la ragione che in presenza di un oggetto sociale più ampio è comunque possibile concentrarsi solo su alcune delle attività che esso potrebbe in linea di principio comprendere, con la conseguenza che una formale modifica statutaria attuata unicamente per restringere l'oggetto sociale non sarà probabilmente un evento societario frequente, in particolare a seguito dell'eliminazione del requisito dell'esuberanza per la realizzazione dell'oggetto sociale quale presupposto per la riduzione facoltativa del capitale sociale.

⁽³⁰⁾ Cfr. M. STELLA RICHTER (nt. 3), 391, nota 2.

⁽³¹⁾ R. RORDORF (nt. 3), 926, che pure conclude nel senso indicato nel testo.

⁽³²⁾ Si v. C. SANTAGATA, *Fusione-Scissione*, in G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. 7**, t. 1, Utet, Torino, 2004, 465 s., nota 184, ove si ricorda come tale conclusione è pacificamente sostenuta da numerosi Autori: G. TANTINI, *Trasformazione e fusione*, in F. GALGANO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia*, vol. VII, Cedam, Padova, 1985, 294 s.; A. SERRA, *La trasformazione e la fusione delle società*, in *Trattato di diritto privato* diretto da P. Rescigno, vol. 17, Utet, Torino, 1985, 352 s.; P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, 46. Nello stesso senso si esprime M. STELLA RICHTER (nt. 3), 391, nota 2, ove rigetta il dubbio indicato nel testo.

⁽³³⁾ M. CALLEGARI (nt. 3), 1396, aderendo alla posizione espressa sul punto, anteriormente alla riforma del diritto societario, da D. GALLETI, *Una proposta* (nt. 3), 777.

mini di tutela dei soci di minoranza, della circostanza che un cambiamento della sede potrebbe condurre all'applicazione di regole societarie profondamente differenti rispetto a quelle scelte dai soci al momento della costituzione o dell'ingresso in società, potenzialmente in grado di incidere sulle caratteristiche dell'investimento in modo ancor più radicale di una modificazione della clausola dell'oggetto sociale⁽³⁴⁾. Pertanto, mentre si può ritenere « inadeguato » un sistema di diritto internazionale privato che determina la legge applicabile alle società per azioni in base alla localizzazione della sede sociale, e può essere legittimo auspicare l'adozione di regole compatibili con una maggiore libertà di trasferimento della sede sociale e una più incisiva concorrenza regolamentare tra ordinamenti⁽³⁵⁾, non pare condivisibile tacciare di anacronismo una disposizione che si limita a evitare facili elusioni del diritto di recesso. E si pensi, per convincersene, all'eventuale trasferimento della sede sociale in un ordinamento, le cui norme diventerebbero applicabili alla società, che *escluda* il recesso in ipotesi tassativamente previste dalla legge italiana⁽³⁶⁾.

(34) Sul tema del trasferimento della sede sociale e delle sue possibili conseguenze con riferimento alla disciplina societaria applicabile v., tra i molti contributi, T. BALLARINO, *Sulla mobilità delle società nella Comunità Europea. Da Daily Mail a Überseering: norme imperative, norme di conflitto e libertà comunitarie*, in questa *Rivista*, 2003, 669 ss.; M.V. BENEDETTI, « *Mercato* » comunitario delle regole e riforma del diritto societario italiano, *ivi*, 699 ss.; E. WYMEERSCH, *Il trasferimento della sede della società nel diritto societario europeo*, *ivi*, 723 ss.

(35) Secondo quanto osservato da G. HERTIG-J.A. McCAHERY, *Company and Takeover Law Reforms in Europe: Misguided Harmonization Efforts or Regulatory Competition?*, Eur. Corp. Governance Inst., Working Paper No. 12/2003, disponibile su <http://papers.ssrn.com> (visitato il 5 febbraio 2005), « Two central trends are clearly beginning to emerge regarding state competition. First, the evidence suggests that, while regulatory competition remains close to non-existent within the EU, the appearance of new judgments from the ECJ can support the inference that regulatory arbitrage is an imminent possibility. Second, the threat of state competition, which is less attractive to weakly responsive states, such as France and Germany, can provide a new impetus for EU harmonization. (omissis) One of the most important debates in European company law is whether a "market for corporate law" will ultimately emerge within the European Union, and if so, whether it will be based on a Delaware-like model in which companies can freely select their country of incorporation. (omissis) The absence in Europe of anything resembling American charter competition must therefore mean that there are substantive regulatory barriers to jurisdictional competition » (6 s.).

(36) Respinge tali critiche anche A. PACIELLO, *Commento* (nt. 3), 1111 s., ove si osserva che la *ratio* dell'istituto è « riassumibile nel mutamento complessivo delle regole, non solo societarie », concludendo che la norma non « si presta alla critica di non essere proiettata verso quell'integrazione che avrebbe potuto indurre a distinguere l'ipotesi del trasferimento di sede all'interno dei Paesi appartenenti all'UE, e in particolare quelli che aderiscono al sistema dell'euro, da quello degli altri Stati ».

L'art. 2437, comma 1, c.c., introduce ulteriori ipotesi di recesso inderogabili prive di corrispondente nella vecchia disciplina dell'istituto. Due di queste, indicate alle lett. *e*) ed *f*), riguardano modificazioni o limitazioni all'esercizio dello stesso diritto di recesso. Si tratta, rispettivamente, della « *eliminazione di una o più cause di recesso* » tra quelle derogabili statutariamente o facoltativamente introdotte dallo statuto e della « *modifica dei criteri di determinazione del valore dell'azione in caso di recesso* » nei limiti nei quali tale modifica è consentita dall'art. 2437-ter c.c. e che saranno disaminati nel prosieguo ⁽³⁷⁾.

Con riferimento alla prima fattispecie, si è correttamente posto il problema dell'applicabilità della norma in caso di introduzione di regole attinenti la *modalità* di esercizio del recesso penalizzanti per l'azionista ⁽³⁸⁾: un esempio potrebbe essere quello di una clausola di preventiva « *approvazione* » del recesso da parte di un organo della società ⁽³⁹⁾. In questi casi, un'interpretazione letterale dell'art. 2437 c.c. potrebbe condurre a ritenere che, *non* ricorrendo una vera e propria eliminazione di un'ipotesi facoltativa di recesso, sarebbe escluso l'*exit*, nonostante la modifica introdotta impedisca — o quantomeno ostacoli seriamente — il recesso. Sempre secondo l'Autrice della quale si riporta il pensiero, in questo caso non troverebbe applicazione nemmeno l'ultimo comma dell'art. 2437 c.c., che sancisce la nullità dei patti che escludono o rendono più gravoso il recesso, in quanto limitato alle ipotesi di recesso previste dal comma 1 della disposizione ⁽⁴⁰⁾. Il ragionamento seguito sottintende che, poiché nel caso considerato viene sì reso più gravoso l'esercizio del recesso, tuttavia in un'ipotesi non rientrante nell'elenco delle cause di recesso inderogabili del comma 1 dell'art. 2437 c.c., bensì di recesso statutario e facoltativo, non si applica la tutela offerta dal comma 6 della disposizione in esame.

Questa conclusione merita una riflessione ulteriore. Se, infatti, il recesso inderogabile previsto a fronte dell'eliminazione di cause di recesso facoltative ha la finalità di tutelare il socio consentendogli il disinvestimento a condizioni eque quando vengono limitate le possibilità di *exit* dalla società, si può dubitare della compatibilità con il sistema di una mo-

⁽³⁷⁾ Sui quali cfr. *infra*, parr. da 19 a 22.

⁽³⁸⁾ Si affronterà nel corso della trattazione la possibilità di prevedere statutariamente modalità di esercizio del diritto di recesso differenti rispetto a quelle indicate dall'art. 2437-bis c.c., quantomeno con riferimento a ipotesi di recesso non inderogabili (si v., ad esempio, le considerazioni svolte al par. 24 in merito alla possibilità di eliminare la possibilità di ricorrere alla contestazione del valore delle azioni presso un arbitratore).

⁽³⁹⁾ Cfr. M. CALLEGARI (nt. 3), 1398.

⁽⁴⁰⁾ M. CALLEGARI (nt. 3), 1398.

difica statutaria attinente le modalità di esercizio del diritto che, sottraendo di fatto ai soci la possibilità di recedere pur non abrogando formalmente ipotesi disponibili di recesso, vanifichi il risultato perseguito dalla legge. La soluzione potrebbe forse venire, quantomeno nei casi più gravi, dall'art. 1344 c.c., che sanziona con la nullità le pattuizioni in frode a norme imperative, regola di chiusura del sistema applicabile anche al contratto di società e della quale l'art. 2437 comma 6 può considerarsi un'applicazione particolare.

Per quanto invece riguarda la modifica dei criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso, pare evidente che se il recesso è esercitato a fronte di tale evento, la liquidazione della partecipazione non potrà che basarsi sui criteri di valutazione delle azioni *anteriori* alla modificazione: una differente ricostruzione sarebbe decisamente inconciliabile con la *ratio* dell'istituto⁽⁴¹⁾. Questa conclusione, se mai ve ne fosse bisogno, è confermata anche dal rilievo che, come si vedrà più diffusamente in seguito, in base all'art. 2437-ter c.c., i «soci hanno diritto a conoscere la determinazione del valore» delle azioni ai fini del recesso nei quindici giorni precedenti la data dell'assemblea che introduce i nuovi criteri di valutazione, circostanza che induce a ritenere che tale valore sia calcolato sulla base delle regole vigenti *anzichè* la modifica statutaria che legittima il recesso⁽⁴²⁾.

Il recesso spetta inoltre, sempre inderogabilmente, ai soci che non concorrano alla deliberazione di revoca dello stato di liquidazione (art. 2437, comma 1, lett. *d*), c.c.), previsione che contribuisce a risolvere in senso affermativo la questione dell'ammissibilità della revoca a maggioranza della delibera di scioglimento⁽⁴³⁾.

(41) A. MORANO (nt. 3), 307, nota 17, pur tacciando tale soluzione di incongruenza, pare ritenerla discendere dal tenore della norma ove scrive che «se il socio dissente dalla deliberazione concernente la modificazione dei criteri di determinazione della partecipazione, e recede, il valore della sua quota verrà determinato in base ai nuovi e diversi criteri la cui approvazione da parte della maggioranza è stata la causa che ha indotto lo stesso socio a recedere dalla società».

(42) Questo argomento, utilizzato da M. CALLEGARI (nt. 3), 1398, che pure va nella direzione indicata nel testo, appare tuttavia solo accessorio al principale e assorbente rilievo che la diversa soluzione renderebbe del tutto inutile la previsione di una ipotesi di recesso inderogabile. A rigore, infatti, non sarebbe impossibile che gli amministratori determinassero il valore delle azioni ai fini del recesso in base al *nuovo* criterio sottoposto all'assemblea, fermo restando che solo se la deliberazione di modifica dei criteri sarà approvata, e i soci che non vi hanno concorso intendano recedere, la loro partecipazione sarà liquidata sulla base delle nuove regole.

(43) Per una ricostruzione del dibattito su tale questione anteriormente alla riforma del

Particolarmente delicata è la definizione dell'ambito di applicazione dell'ultimo caso di recesso inderogabile previsto dal comma 1 dell'art. 2437 c.c., relativo alle « *modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione* » (lett. g)), i cui confini non sono chiaramente definibili e che, anzi, potrebbe prestarsi ad una lettura estensiva pregiudizievole per la società e i terzi⁽⁴⁴⁾. A questo proposito è possibile trarre un primo spunto interpretativo dall'elaborazione dottrinale e giurisprudenziale relativa alla disciplina delle assemblee speciali. Sulla scorta della comune finalità di tutela e del non incompatibile tenore letterale degli artt.

diritto societario, questione risolta in senso negativo dalla giurisprudenza (che riteneva necessario il consenso di tutti i soci) e dalla prevalente dottrina, si v. R. ALESSI, *I liquidatori di società per azioni*, Giappichelli, Torino, 1994, 52 ss.; G. NICCOLINI, *Scioglimento, liquidazione ed estinzione della società per azioni*, in G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni, Trasformazione-scioglimento*, vol. 7, t. 3, Utet, Torino, 1993, 668 ss. (questi ultimi Autori orientati, tuttavia, nel senso dell'ammissibilità della revoca a maggioranza dello stato di liquidazione). Segnala un problema importante in merito a questa fattispecie di recesso F. ANNUNZIATA (nt. 3), 29, ove osserva che, ai sensi dell'art. 2487-ter, comma 2, c.c., la revoca dello stato di liquidazione ha effetto solo decorsi sessanta giorni dalla sua iscrizione nel registro delle imprese, salvo il consenso dei creditori, al fine di consentire l'opposizione degli stessi. Questa circostanza deve essere coordinata con la disciplina del recesso, che deve essere esercitato entro quindici giorni dall'iscrizione nel registro delle imprese della delibera di revoca della liquidazione. Ne discende, secondo l'Autore citato, che il procedimento di revoca della liquidazione potrebbe, almeno in linea di principio, perfezionarsi prima o dopo la liquidazione della partecipazione del socio receduto: si rinvia a tale disamina per una discussione sulle diverse eventualità, segnalando che se, in questa particolare fattispecie, il procedimento di revoca della liquidazione è destinato a esaurirsi successivamente alla liquidazione della partecipazione del socio uscente, pare preferibile ritenere che debba comunque attendersi il decorso dei sessanta giorni previsti per l'opposizione dei creditori o il loro consenso, atteso che in caso di opposizione lo stato di liquidazione non potrebbe essere revocato e quindi verrebbe a cadere il presupposto del recesso (35).

(44) Il problema era stato segnalato sin dal momento in cui circolarono le prime bozze di decreto legislativo in materia di riforma del diritto societario, tra gli altri, da Borsa Italiana s.p.a. che nelle proprie *Osservazioni*, in questa *Rivista*, 2002, 1579, avvertiva il legislatore, senza però trovare ascolto, che questa previsione, « per la sua genericità », « potrebbe peraltro dare luogo a dubbi interpretativi dai possibili effetti dirompenti a seconda di come si intenda il riferimento a diritti di voto o di partecipazione: legittima il recesso anche la semplice modificazione dei *quorum* assembleari, o l'introduzione (o modifica) di limiti quantitativi all'esercizio del voto? I diritti partecipativi sono quelli relativi agli strumenti di partecipazione non azionari o anche i criteri di assegnazione degli utili? »; concludendo che « [u]n'interpretazione estensiva di tale disposizione rischierebbe di paralizzare importanti operazioni societarie poste in essere da società quotate, esponendole al "ricatto" di minoranze organizzate ». L'ambiguità dell'espressione era stata rilevata anche L. ENRIQUES, *Audizione dinanzi alle Commissioni Giustizia e Finanze riunite, 27 novembre 2002*, 14 disponibile su www.associazionepreite.it (ultima visita febbraio 2005).

2376, comma 1, e 2437, comma 1, lett. g), c.c., si potrebbe forse suggerire che, così come nel primo caso l'approvazione dell'assemblea speciale si ritiene necessaria unicamente per le modifiche statutarie che causano un pregiudizio «di diritto» agli azionisti di categoria⁽⁴⁵⁾, nel secondo caso il recesso inderogabile sia previsto solo a fronte di modificazioni «di diritto» dei diritti di voto o di partecipazione. Questa lettura consentirebbe di escludere il recesso a seguito di deliberazioni che incidano solo di fatto sul potere di voto del singolo socio o sulla possibile remunerazione dell'investimento azionario, quale ad esempio un aumento di capitale sociale⁽⁴⁶⁾.

Se seguendo questa interpretazione è possibile arginare il rischio che una molteplicità di delibere assembleari apra la strada al recesso, essa è ben lungi dal risolvere tutti i problemi interpretativi posti dalla lett. g) del comma 1 dell'art. 2437 c.c. Per limitarsi ai principali, si osservi che non è del tutto chiaro che cosa si debba intendere per «*diritti di partecipazione*»⁽⁴⁷⁾. Se, infatti, ad una prima lettura si potrebbe essere indotti ad includere in tale locuzione — anche contrapponendola al vicino riferimento al «*diritto di voto*» — i diritti patrimoniali dell'azionista (in particolare, partecipazione agli utili e quota di liquidazione), ad una più attenta riflessione i confini della nozione si dimostrano sfuggenti. Non esistendo, infatti, una precisa definizione giuridica di «*diritti di partecipazione*», tra le cause di recesso potrebbe ritenersi rientrare anche, ad esempio, una limitazione del diritto d'opzione (e si pensi alla previsione statutaria che consente, nelle società con azioni quotate, l'esclusione di tale diritto nei limiti

(45) Si v. C. COSTA, *Le assemblee speciali*, in G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni. Assemblea*, vol. 3**, Utet, Torino, 1998, 529 ss., ove anche riferimenti bibliografici.

(46) Si ricorda tuttavia, a questo proposito, che è controverso se siano compresi nel concetto di pregiudizio rilevante ai fini dell'applicazione dell'art. 2376 c.c. anche i pregiudizi «indiretti»: in senso affermativo C. COSTA (nt. 45), 535 ss.; F. D'ALESSANDRO, *Parere*, in *Giur. comm.*, 1990, I, 577 ss.; A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Giuffrè, Milano, 1960, 205 e 209; G.B. PORTALE, *Uguaglianza e contratto: il caso dell'aumento del capitale sociale in presenza di più categorie di azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1990, I, 720 ss.; in senso contrario v., però, R. COSTI, *Parere*, in *Giur. comm.*, 1990, I, 569, secondo il quale «[l]a tesi non trova alcun fondamento nel nostro sistema, che non presenta alcuna norma dalla quale si possa desumere che una categoria di azionisti abbia un diritto soggettivo a non veder riconosciuta nell'ambito della organizzazione societaria alcuna posizione peggiore nei confronti della propria, anche quando l'interesse della società lo imponesse».

(47) Il problema è chiaramente illustrato da F. ANNUNZIATA (nt. 3), 41 ss., giungendo alla conclusione, in linea con quella sostenuta nel testo, che i diritti di partecipazione, nel contesto della norma, debbano essere identificati con quelli patrimoniali (44).

del dieci per cento del capitale⁽⁴⁸⁾), diritto ritenuto dalla dottrina avere «contenuto complesso amministrativo e patrimoniale»⁽⁴⁹⁾. Non solo: quantomeno dal punto di vista lessicale, taluni diritti amministrativi del socio possono essere considerati diritti «di partecipazione» alla vita della società, con la conseguenza che anche modifiche attinenti diritti amministrativi diversi da quello di voto potrebbero, almeno secondo una siffatta interpretazione, legittimare il recesso⁽⁵⁰⁾.

Sebbene l'esplicito riferimento al solo diritto di voto rappresenta uno spunto interpretativo non trascurabile per sostenere — come appare preferibile⁽⁵¹⁾ — che il recesso non è consentito a fronte di modifiche di diritti amministrativi *diversi* da quest'ultimo, concludendo che per «diritti di partecipazione» debbano intendersi i diritti patrimoniali dell'azionista, la norma presenta un margine di ambiguità che potrebbe essere fonte di incertezze applicative e contenzioso.

La possibilità di recedere a fronte di modificazioni statutarie concernenti i diritti di voto, pur limitata alle sole modificazioni «di diritto» secondo quanto osservato poco sopra, pone inoltre un'interessante questione in caso di cambiamento del modello di amministrazione e controllo adottato⁽⁵²⁾. Si potrebbe infatti osservare che passando dal sistema tradizionale a quello dualistico, viene modificato il contenuto del diritto di voto, posto che ai soci viene «sottratta» la competenza ad approvare il bilancio

(48) Sulla quale v. gli autori citati a n. 8. In questo caso, in ogni modo, si potrebbe ritenere sufficiente la tutela assicurata agli azionisti esistenti dal particolare meccanismo di determinazione del prezzo di emissione.

(49) G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, Utet, Torino, 2002, 204.

(50) Ben segnala questa ambiguità A. PACIELLO, *Commento* (nt. 3), laddove osserva che con riferimento ai diritti di «partecipazione» «innanzi tutto c'è da chiedersi se si tratti di partecipazione "ai risultati" o "all'attività comune", di diritti quindi, come in maniera meno criptica si sarebbe potuto dire, patrimoniali o amministrativi, o, addirittura, di entrambi, il che consentirebbe al socio di recedere in caso di alterazione di qualunque sua posizione corporativa» (1113 e s.), concludendo peraltro — analogamente a quanto sostenuto nel testo — nel senso che la soluzione estensiva sarebbe del tutto «incongrua».

(51) In questo senso si orienta A. PACIELLO, *Il diritto di recesso* (nt. 3), 427, nota 35, che comprende nelle modificazioni dei diritti di «partecipazione ai risultati» anche l'emissione di una nuova categoria di azioni.

(52) La questione mi è stata segnalata da Niccolò Abriani, che ringrazio dell'osservazione. Critico con riferimento alla mancata previsione del recesso in caso di cambiamento del sistema di amministrazione e controllo adottato, parendo così implicitamente orientato per escluderne l'ammissibilità in via interpretativa in applicazione della norma in esame, R. WEIGMANN, *Sistemi alternativi di amministrazione e di controllo*, in G. CIAN (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Cedam, Padova, 2004, 216.

di esercizio. Per questa via si potrebbe sostenere, almeno in alcuni casi, la sussistenza di un diritto inderogabile di recesso anche a fronte della modifica del sistema di amministrazione e controllo⁽⁵³⁾.

Un'altra ipotesi di recesso inderogabile è prevista, come già ricordato, dal comma 3 dell'art. 2437 c.c., secondo il quale se « *la società è costituita a tempo indeterminato e le azioni non sono quotate in un mercato regolamentato il socio può recedere con un preavviso di almeno centottanta giorni; lo statuto può prevedere un termine maggiore, non superiore ad un anno* »⁽⁵⁴⁾. Potrebbe sorgere qualche perplessità sulla natura inderogabile del diritto di recesso in questo caso. L'ultimo comma dell'art. 2437, infatti, che sanziona con la nullità ogni patto volto ad escludere o rendere più gravoso il recesso, è esplicitamente riferito alle sole ipotesi previste dal comma 1 della disposizione in commento, circostanza che potrebbe indurre a chiedersi se la regola sia o meno applicabile al recesso *ad nutum* previsto per le società costituite a tempo indeterminato⁽⁵⁵⁾.

⁽⁵³⁾ Si segnala inoltre il delicato problema se le modificazioni del diritto di voto rilevanti per il recesso riguardino anche le modalità di esercizio dello stesso, sollevata da A. PACIELLO, *Il diritto di recesso* (nt. 3), 427, nota 35. Sulla scorta del tenore della norma e delle sue finalità di tutela, parrebbe preferibile la soluzione negativa, pur non ignorandosi che in taluni casi le modalità di esercizio del voto possono concretamente incidere significativamente sull'effettiva partecipazione degli azionisti.

⁽⁵⁴⁾ Si rammenta che un primo schema di decreto legislativo sulla riforma del diritto societario (lo si può leggere in questa *Rivista*, 2002, 1398) non prevedeva l'esclusione da questa ipotesi di recesso delle società con azioni quotate, soluzione che era stata da più parti criticata e che è quindi stata successivamente modificata nel senso indicato nel testo dal legislatore delegato: si v., in particolare, le *Osservazioni dell'Istituto di diritto Angelo Sraffa della Università Bocconi di Milano*, L.A. BIANCHI-F. GHEZZI, P. MARCHETTI-M. NOTARI (a cura di), *ivi*, 1534; nello stesso senso ha avuto occasione di esprimersi Borsa Italiana s.p.a. nelle proprie *Osservazioni* (nt. 44), 1564 ss., secondo la quale « tale causa di recesso, considerata anche la continuità con la quale può essere esercitato il diritto, appare incompatibile con il regime giuridico delle società quotate » (1579). Si ricorda anche che in base all'art. 2328, comma 2, numero 13), c.c., se la società è costituita a tempo indeterminato lo statuto può prevedere un periodo di tempo, comunque non superiore all'anno, entro il quale è precluso ai soci il recesso. Si ritiene che tale compressione del diritto di recesso sia riferita esclusivamente al recesso *ad nutum* previsto dal comma 3 dell'art. 2437 c.c. e non alle altre ipotesi di recesso inderogabili, anche se l'art. 2328 non precisa esplicitamente tale questione.

⁽⁵⁵⁾ Ritiene derogabile la disposizione, proponendo un'interpretazione evolutiva che pure riconosce essere in contrasto con la volontà del legislatore storico, S. CAPIELLO (nt. 3), 522 ss.; cfr. anche D.U. SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario. Autonomia privata e norme imperative nei dd.lgs. 17 gennaio 2003, nn. 5 e 6*, Giuffrè, Milano, 178. *Contra*, concorde con la soluzione dell'inderogabilità sposata nel testo, C. IBBA, *In tema di autonomia statutaria e norme inderogabili*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Cedam, Padova, 2004, 151.

La circostanza che il comma 3 dell'art. 2437 c.c. preveda espressamente la possibilità di estendere il termine di preavviso, ma non oltre l'anno, suggerisce tuttavia che non siano ammesse ulteriori compressioni, ad opera dell'autonomia statutaria, al diritto di recesso nel caso in esame, soluzione coerente con la previsione di un'ipotesi di recesso non eliminabile dallo statuto⁽⁵⁶⁾.

Ci si è chiesti, a proposito del recesso da società costituita a tempo indeterminato, se nel silenzio della legge la disposizione sia applicabile anche al caso di società costituita per tutta la durata della vita di un socio o, comunque, per un termine fissato a una data così lontana nel tempo da risultare equiparabile, da un punto di vista pratico, ad una durata indeterminata, con soluzione analoga a quella adottata dall'art. 2285 c.c. per le società di persone⁽⁵⁷⁾. Si pensi a una società costituita nel 2005, con termine di durata nel 2305. Alcuni autori hanno a questo proposito osservato che se il legislatore consente di escludere il recesso in caso di proroga del termine di società a tempo determinato (art. 2437, comma 2, c.c.), deve ammettersi anche l'introduzione di un termine di durata molto esteso senza consentire il recesso, soluzione che avrebbe sostanzialmente gli stessi effetti della proroga⁽⁵⁸⁾.

Non pare tuttavia che le due situazioni siano del tutto equiparabili. Infatti, la previsione di un termine di durata ragionevole, seppur prorogabile, consente ai soci di esprimere la propria opinione sulla continuazione dell'impresa sociale. Anche escludendo il recesso per gli azionisti che non con-

(56) A tale argomento si aggiungono quelli che C. IBBA (nt. 55), 151 s., fa discendere dall'art. 2328, comma 2, numero 13, laddove prevede che l'atto costitutivo deve indicare la durata della società e, se la società è costituita a tempo indeterminato, il periodo di tempo — non superiore all'anno — decorso il quale i soci possono recedere; nonché dallo stesso art. 2437, comma 1, lett. e), che prevedendo il recesso per l'eliminazione di cause di recesso previste dal comma 2 dell'art. 2437 o dallo statuto, non contiene alcun riferimento alla possibile eliminazione dell'ipotesi di recesso *ad nutum* disciplinata dal comma 3 della disposizione in caso di società costituita a tempo indeterminato proprio in quanto si tratta di ipotesi *non* eliminabile dall'autonomia privata.

(57) Cfr. G.B. PORTALE, *Osservazioni sullo schema di decreto delegato (approvato dal governo in data 29-30 settembre 2002) in tema di riforma delle società di capitali*, in *Riv. dir. priv.*, 2002, 709 ss. Secondo A. MORANO (nt. 3), 312, riprendendo una nota distinzione, la soluzione estensiva potrebbe preferirsi solo con riferimento ai soci persone fisiche di società per azioni a durata abnorme.

(58) A. PACIELLO, *Commento* (nt. 3), 1115, ove si osserva che «[d]inanzi alla scelta di consentire all'autonomia statutaria di escludere il recesso in caso di proroga, si deve ritenere conforme al sistema la clausola che stabilisca un termine abnorme, che realizza effetti del tutto identici alla prima». Nello stesso senso, sebbene con motivazioni non coincidenti, sono orientati L. SALVATORE (nt. 3), 635; nonché M. STELLA RICHTER (nt. 3), nota 6, 393.

dividono la prosecuzione della società, e sebbene la maggioranza possa essere in grado di dominare tale decisione, la mera circostanza che la proroga del termine di durata debba passare il vaglio assembleare tutela, almeno potenzialmente, i soci. Non è infatti escluso che la maggioranza cambi idea, magari proprio a seguito del dibattito assembleare e a fronte della determinazione di una consistente quota degli azionisti di minoranza a cedere le proprie azioni in caso di proroga, così come può mutare la compagine di controllo o si può costituire un « blocco » di azionisti di minoranza in grado di contrastare l'approvazione della continuazione da parte del socio di controllo. Inoltre la sottoposizione della proroga all'assemblea implica la possibilità, certo remota ma non trascurabile nella ricostruzione della disciplina, di impugnazione della delibera assunta dalla maggioranza con intento emulativo, invocando l'abuso di maggioranza o analoghi rimedi a tutela delle minoranze. Pertanto, la circostanza che i soci siano chiamati a votare sulla continuazione della società (a scadenze « ragionevoli »), pur in assenza del diritto di recedere di chi non concorre alla decisione, non può essere *a priori* considerata un formalismo insignificante, assimilando così la situazione al caso in cui sia previsto un termine di durata ampiamente superiore alla vita dei soci, a meno di ritenere comunque l'assemblea un vuoto simulacro non in grado di incidere sulle decisioni di una maggioranza preconstituita.

Anche alla luce di questa considerazione potrebbe quindi apparire eccessivamente formalistica la tesi che in presenza di un termine di durata, quale che esso sia, non si possa in alcun caso consentire il recesso ai sensi del comma 3 dell'art. 2437 c.c., ritenendosi invece che, per evitare un trattamento differenziato di situazioni sostanzialmente equiparabili, un termine estremamente remoto possa, in certi casi, essere assimilato ad una durata illimitata⁽⁵⁹⁾. Pur potendosi criticare, *de iure condendo*, la previsione di un diritto di recesso *ad nutum* in caso di società per azioni senza termine di durata, a fronte della scelta del legislatore di consentire ai soci una ulte-

(59) Conforme F. ANNUNZIATA (nt. 3), 51. In questo senso sono anche orientate le *Osservazioni dell'Istituto di diritto Angelo Sraffa della Università Bocconi di Milano* (nt. 54), 1534 s., ove con riferimento al caso della durata a tempo indeterminato — per come era disciplinato in un primo schema di decreto legislativo, nel quale la norma era estesa anche alle società con azioni quotate — si legge che « tale verosimilmente sarà considerato la durata abnormemente lunga (un secolo?), e che molte società quotate hanno tale durata vi è il rischio di un recesso sostanzialmente continuo, con la creazione di un mercato « parallelo » a quello di borsa ». Nello stesso senso si esprime S. D'ANDREA (nt. 3), 51: « [a]nche se la legge *nulla* dice il diritto di recesso dovrebbe spettare, oltre che per l'ipotesi di società a tempo *indeterminato*, anche per il caso di durata eccessivamente lunga se misurata sulla vita media ».

riore possibilità di disinvestimento per non risultare « prigionieri della società », sembra coerente equiparare — almeno nelle ipotesi più estreme — la previsione di un termine lontanissimo alla durata indeterminata.

Ci si rende conto che tale soluzione, basandosi su una valutazione comparata di interessi e dovendo essere calata sulla specifica situazione considerata, può determinare qualche incertezza applicativa rispetto all'opposta interpretazione. Essa potrebbe tuttavia risultare più rispettosa dello spirito della disposizione, anche perché eventuali timori di pregiudizio per i creditori dovrebbero essere ridimensionati alla luce delle nuove modalità di rimborso della partecipazione del socio recedente, come si avrà occasione di discutere tra breve ⁽⁶⁰⁾.

Merita di essere segnalato, in chiusura, un particolare problema. L'art. 2437, comma 1, c.c., fonda il recesso su una serie di modifiche statutarie approvate dall'assemblea della società. Alcune delle modifiche statutarie comprese nell'elenco contenuto in questa norma, tuttavia, possono essere decise dall'organo di amministrazione. Ci si riferisce, come intuibile, ai casi di incorporazione di società interamente posseduta o posseduta al novanta per cento (disciplinati rispettivamente dall'art. 2505, comma 2, c.c. e 2505-bis, comma 2, c.c.). Nell'ambito di tali operazioni è certamente possibile che conseguenza della fusione sia una modifica dell'oggetto sociale dell'incorporante o di altri elementi dello statuto previsti dall'art. 2437, comma 1, c.c., nonostante l'assenza di una deliberazione assembleare. Il recesso dovrebbe essere possibile anche in questi casi, sebbene si pongono alcune questioni peculiari in merito alla legittimazione all'esercizio del diritto, che dovrebbe essere riconosciuta a tutti i soci, non essendo possibile distinguere coloro i quali non abbiano concorso alla decisione, e al termine per il suo esercizio, che dovrebbe decorrere dall'iscrizione della decisione di fusione — assunta dall'organo di amministrazione —, ai sensi dell'art. 2502-bis c.c., dalla quale decorre anche il termine per l'opposizione dei creditori.

4. L'art. 2437-*quinquies* c.c. prevede una particolare ipotesi di recesso inderogabile, applicabile alle società con azioni quotate sui mercati regolamentati. La norma dispone che se « *le azioni sono quotate sui mercati regolamentati* », possono recedere i soci « *che non hanno concorso alla deliberazione che comporta l'esclusione dalla quotazione* ».

La disposizione raccoglie in parte, per così dire, l'eredità dell'art. 131 del T.U.F., che assegnava il diritto di recesso agli « *azionisti dissenzienti dalle deliberazioni di fusione o di scissione che comportano l'assegnazione*

⁽⁶⁰⁾ Cfr. *infra*, par. 10 e 25.

di azioni non quotate», abrogato dalle norme di attuazione del d.lgs. n. 37 del 2004 ⁽⁶¹⁾. In realtà, come risulta anche ad una prima lettura, l'ambito di applicazione delle due disposizioni presenta profonde differenze, potendosi ipotizzare casi che consentono il recesso in base alla nuova disciplina, ma non lo avrebbero consentito ai sensi dell'art. 131 T.U.F. Non è tuttavia possibile, in questa sede, soffermarsi su un confronto tra le disposizioni richiamate ⁽⁶²⁾: ci si limita, dunque, ad alcune questioni attinenti la portata della nuova fattispecie di recesso.

Occorre a questo proposito partire dalla considerazione che il diritto di recesso *ex art. 2437-quinquies c.c.* riguarda unicamente azioni quotate, e presuppone che la società abbia adottato una delibera che determini, direttamente o indirettamente, l'esclusione dalla quotazione, nozione che solleva delicati interrogativi.

Una prima ambiguità riguarda lo stesso significato dell'espressione «*esclusione dalla quotazione*»: ci si riferisce unicamente all'«*esclusione della società*», che quindi viene a perdere lo *status* di società quotata ⁽⁶³⁾, ovvero anche alla mera «*esclusione delle azioni*» dalla quotazione? Si tratta, infatti, di fattispecie differenti, e le conseguenze applicative dell'una o dell'altra interpretazione sarebbero evidentemente molto significative. La seconda soluzione appare decisamente preferibile, tanto in base al tenore testuale della disposizione — costruita intorno alla nozione di «*azioni quotate*» —, quanto alla luce della sua finalità di tutela ⁽⁶⁴⁾.

Se, tuttavia, si segue l'interpretazione secondo la quale la disposizione trova applicazione tanto in caso di revoca della quotazione (e quindi della

⁽⁶¹⁾ Per un puntuale commento di tale disposizione si v. M. NOTARI, *Commento art. 131* (nt. 3), 1100 ss.; sulla nuova disposizione si v. ID., *Il recesso per esclusione* (nt. 3), 529 ss.

⁽⁶²⁾ Il raccordo tra le due disposizioni, in chiave di evoluzione della disciplina, può essere letto in M. NOTARI, *Il recesso per esclusione* (nt. 3), 529 ss.

⁽⁶³⁾ Per una sintesi delle principali questioni poste dall'individuazione di uno «*statuto*» della società con azioni quotate si v., recentemente, P. MONTALENTI, *La società quotata*, G. Cottino (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, Cedam, Padova, 2004, vol. 4, t. 2, 54 ss.

⁽⁶⁴⁾ Nello stesso senso M. NOTARI, *Il recesso per esclusione* (nt. 3), 536. Si deve notare che la disposizione non è applicabile al caso di sospensione dalla quotazione, provvedimento di carattere temporaneo che il gestore del mercato può adottare a tutela del buon funzionamento degli scambi e degli investitori (ai sensi dell'art. 2.5.1 del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a.). In tale situazione, infatti, né la società può dirsi esclusa dal mercato, conservando anzi lo *status* di società quotata con la conseguente applicazione delle disposizioni, anche a tutela dei soci, previste dalla disciplina applicabile a tali società; né le azioni possono considerarsi «*escluse dalla quotazione*», essendo in qualunque momento possibile la revoca del provvedimento di sospensione e, quindi, la negoziazione dei titoli. Sulla perdita della quotazione si v. M. DE MARI, *La quotazione di azioni nei mercati regolamentati: profili negoziali e rilievo organizzativo*, Giappichelli, Torino, 2004, 129 ss.

perdita dello *status* di società quotata da parte dell'emittente), quanto in caso di esclusione dalle negoziazioni di (solo) una categoria di azioni, occorre chiarire quali soggetti siano legittimati a recedere nelle due ipotesi. Mentre nel primo caso il diritto spetterà a tutti gli azionisti — ivi inclusi, pare preferibile ritenere, i titolari di azioni non quotate —; nel secondo caso, nonostante la legge non lo stabilisca esplicitamente, sembra ragionevole che la legittimazione sia limitata ai titolari delle azioni che perdono la quotazione⁽⁶⁵⁾. Sebbene la soluzione non è ovvia come a prima vista potrebbe apparire (anche i titolari delle azioni che restano quotate possono infatti avere interesse a che altre categorie di azioni non perdano la quotazione), essa sembra contemperare al meglio le esigenze di protezione degli investitori con quelle di buon funzionamento dei mercati, stabilità dei corsi azionari e conservazione della consistenza patrimoniale della società sottese alla disciplina in esame.

Pone inoltre non pochi problemi all'interprete la nozione di « deliberazione *che comporta* l'esclusione dalla quotazione ». Si può distinguere, a questo proposito, con attenta dottrina, tra delibere che hanno quale « effetto » l'esclusione della quotazione e delibere il cui « oggetto » è direttamente l'esclusione dalle quotazioni⁽⁶⁶⁾.

Tra le prime, oltre alle ipotesi solitamente indicate a titolo esemplificativo, quali fusione o scissione con assegnazione in concambio di azioni non quotate o conversione obbligatoria di azioni quotate in strumenti non quotati⁽⁶⁷⁾, ci si potrebbe chiedere se il recesso spetti qualora l'esclusione delle azioni dal mercato sia un effetto indiretto, ma prevedibile, dell'introduzione di una clausola statutaria incompatibile con la quotazione che induce il gestore del mercato a disporre la revoca. Un esempio — invero tra i non molti immaginabili — potrebbe essere la previsione di una norma statutaria limitativa della circolazione delle azioni che, impedendone la libera trasferibilità, conduca a un provvedimento di revoca della quotazione del gestore del mercato (ovviamente il problema si pone in particolare nel caso in cui lo statuto avesse escluso il recesso a fronte dell'introduzione di vincoli

⁽⁶⁵⁾ Sul primo punto, ossia il recesso *anche* dei titolari di azioni non quotate a fronte della perdita dello status di società quotate e del relativo regime, pur condividendo i dubbi espressi da M. NOTARI, *Il recesso per esclusione* (nt. 3), 538 s., pare preferibile la soluzione estensiva. Per quanto riguarda il caso di perdita della quotazione di solo una categoria di azioni, conforme cfr. M. CALLEGARI (nt. 3), 1441, ove si precisa che « il diritto di recesso sarà attribuito esclusivamente con riferimento alle partecipazioni private della quotazione ».

⁽⁶⁶⁾ La distinzione è di M. NOTARI, *Il recesso per esclusione* (nt. 3), 540.

⁽⁶⁷⁾ M. CALLEGARI (nt. 3), 1441.

al trasferimento delle azioni⁽⁶⁸⁾). Sebbene la soluzione affermativa potrebbe ritenersi auspicabile nell'ottica della tutela degli investitori, essa potrebbe causare rilevanti — e verosimilmente inaccettabili — incertezze applicative⁽⁶⁹⁾, e deve probabilmente essere rigettata sulla scorta della considerazione che l'esclusione rappresenterebbe, in questi casi, una mera conseguenza *di fatto* della decisione dei soci.

Per quanto concerne i casi nei quali l'uscita da un mercato regolamentato sia l'oggetto della deliberazione, essi riguarderebbero in primo luogo le ipotesi di cosiddetto « *delisting* puro », qualora si riconoscesse alla società la facoltà di « uscire » dal mercato, escludendo così che la quotazione rappresenti una « strada tendenzialmente senza ritorno »⁽⁷⁰⁾. Sempre con riferimento ai casi in cui l'assemblea decida direttamente l'esclusione da un mercato, si condivide infine l'opinione secondo la quale l'esclusione su richiesta dalle negoziazioni, prevista dall'art. 133 T.U.F. a condizione che l'emittente abbia ottenuto l'ammissione su altro mercato regolamentato italiano o dell'Unione Europea che garantisca equivalente tutela degli investitori⁽⁷¹⁾, non rappresenti un'ipotesi di « *esclusione dalla quotazione* » legittimante il recesso ai sensi dell'art. 2437-*quinquies* c.c.⁽⁷²⁾. Proprio la contemporanea ammissione delle azioni su un mercato equivalente, in termini di protezione dell'azionista, consente infatti di ritenere tale operazione una « migrazione » non pregiudizievole per gli investitori, che quindi non solleva le esigenze di tutela che giustificano il recesso in caso di *delisting*.

Nell'ambito della disciplina della direzione e coordinamento è riconosciuto il diritto di recesso ai soci della società sottoposta a direzione e coor-

(68) Circostanza che potrebbe indurre a ritenere che i soci, « accettando » tale modificazione, abbiano implicitamente rinunciato anche a recedere a fronte delle conseguenze dell'introduzione di una previsione statutaria quale, appunto, l'esclusione dalla quotazione. Si tratterebbe tuttavia, come è evidente, di soluzione facilmente contestabile.

(69) Si pensi a deliberazioni che esplicando i propri effetti sull'attività della società e sui suoi risultati economici, e quindi sugli scambi sulle azioni, potrebbero, almeno in linea di principio, essere considerate tra le cause di una successiva esclusione dalle quotazioni. A fronte delle evidenti incertezze di una siffatta previsione, pare necessario limitare l'ambito di applicazione della norma a quei casi nei quali l'esclusione dalla quotazione sia, se non l'oggetto in senso tecnico della deliberazione, almeno il suo effetto immediato e diretto.

(70) Si v., per i termini del problema e per la sua soluzione nel senso dell'ammissibilità, alla luce della riforma del diritto societario, del *delisting* puro, M. NOTARI, *Il recesso per esclusione* (nt. 3), 542 ss.

(71) Cfr. F. ANNUNZIATA, *Commento art. 133*, in P. MARCHETTI-L.A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, Giuffrè, Milano, 1999, 1205. M. DE MARI (nt. 64), 136 ss.

(72) M. CALLEGARI (nt. 3), 1441; nello stesso senso M. NOTARI, *Il recesso per esclusione* (nt. 3), 546.

dinamento a fronte di tre distinte ipotesi. In base all'art. 2497-*quater*, comma 1, c.c., possono infatti recedere i soci di società eterodirette: *a*) quando la società capogruppo delibera una trasformazione che implica il mutamento del proprio scopo sociale o modifica il proprio oggetto sociale alterando così, in modo « *sensibile e diretto* », le condizioni economiche e patrimoniali della società soggetta a direzione e coordinamento; *b*) quando a favore del socio è pronunciata condanna esecutiva di chi esercita direzione e coordinamento al risarcimento dei danni ai sensi dell'art. 2497 c.c. (in questa ipotesi, tuttavia, è escluso il recesso parziale: il legislatore, a fronte della situazione patologica dei rapporti, consente solo una separazione totale); *c*) all'inizio e alla fine dell'esercizio di direzione e coordinamento, quando la società eterodiretta non è quotata, non è promossa un'offerta pubblica d'acquisto, e da tale circostanza deriva un'alterazione delle condizioni di rischio dell'investimento.

Non è obiettivo del presente studio una disamina di questi complessi presupposti di recesso. Rinviando ai contributi che approfondiscono la materia ⁽⁷³⁾, ci si limita in questa sede ad osservare che le prime due fattispecie potrebbero risultare di applicazione limitata. Con riferimento alla prima ipotesi, infatti, escludendo casi estremi e particolari, potrebbe non essere semplice per gli azionisti esterni al gruppo di controllo di una società eterodiretta dimostrare che una modifica dello statuto della società controllante incida, peraltro in modo « *sensibile e diretto* » (espressione di ambiguo significato), sulle condizioni economiche della società partecipata ⁽⁷⁴⁾. Analo-

⁽⁷³⁾ In materia v. G. SCHIANO DI PEPE, *Il diritto di recesso nei gruppi*, in *Società*, 2003, 1207 ss.; M. CALLEGARI, *Commento all'art. 2497-*quater**, in G. COTTINO-G. BONFANTE-O. CAGNASSO-P. MONTALENTI (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, Zanichelli, Bologna, 2004, 2206 ss.; V. CARIELLO, *Commento all'art. 2497-*quater**, in G. NICCOLINI-A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Jovene, Napoli, v. 3, 2004, 1886 ss.; F. DE BIASI, *Sull'attività di direzione e coordinamento di società*, in *Società*, 2003, 950; A. IRACE, *Commento all'art. 2497-*quater**, in M. SANDULLI-V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, Giappichelli, Torino, t. 1, 2003, 334; A. PAVONE LA ROSA, *Nuovi profili della disciplina dei gruppi societari*, in questa *Rivista*, 2003, 776 ss.; R. ROSAPEPE, *Modificazioni statutarie e recesso*, in *Diritto delle società. Manuale breve*, Giuffrè, Milano, 2004, 399 ss. In epoca precedente all'approvazione del d.lgs. 6/2003, R. WEIGMANN, *I gruppi di società*, in *La riforma del diritto societario. Atti del convegno di Courmayeur, 27-28 settembre 2002*, Giuffrè, Milano, 2003, 210 s.

⁽⁷⁴⁾ Scrive, con riferimento a questa ipotesi di recesso, P. MONTALENTI, *Osservazioni*, in questa *Rivista*, 2002, 1551, che la modifica dell'oggetto sociale, consentendo l'esercizio di attività in grado di incidere sul grado di rischio dell'investimento, rappresenta espressione « infelice: le condizioni di rischio possono valutarsi, di regola, in concreto e non, salvo casi limite, in relazione ad astratte programmazioni statutarie ». A questo condivisibile rilievo, invero almeno parzialmente estensibile anche all'analoga fattispecie prevista dall'art. 2437, comma 1,

gamente, alla luce delle difficoltà di ordine probatorio che possono ostacolare l'esercizio vittorioso dell'azione di responsabilità prevista dall'art. 2497 c.c., potrebbero non essere frequenti nemmeno le ipotesi di recesso previste dalla seconda ipotesi richiamata di recesso nella disciplina dei gruppi. Discorso differente, invece, vale per l'ultimo caso previsto, ossia il recesso a fronte dell'inizio o della fine dell'attività di direzione e coordinamento di società. Ponendo mente alla circostanza che la detenzione del controllo consente di presumere la direzione e il coordinamento, infatti, tale fattispecie potrebbe essere invocata sostanzialmente ogni qualvolta viene ceduto, a o da una società o un ente, il controllo di una società non quotata senza promuovere un'offerta pubblica. Ne potrebbe conseguire l'attribuzione agli azionisti di minoranza di un significativo potere negoziale in merito a tali operazioni, se non di un vero e proprio diritto di veto. Si tratta, dunque, di un'ipotesi di recesso di grande rilievo applicativo, sulla quale si tornerà più volte nel corso della trattazione che segue.

Per completare la rassegna delle ipotesi inderogabili di recesso si deve ricordare che l'art. 34 del d.lgs. 5/2003, in materia di riforma del processo societario, ha previsto esplicitamente la possibilità di introdurre in via statutaria una clausola compromissoria avente ad oggetto le controversie tra i soci o tra questi e la società su diritti disponibili, nonché le controversie promosse da amministratori, liquidatori e sindaci ovvero nei loro confronti. L'introduzione e la rimozione di una siffatta pattuizione, che comporta una rinuncia alla possibilità di ricorrere al giudice ordinario, oltre a richiedere una maggioranza pari ai due terzi del capitale sociale legittima — ai sensi del comma 6 del citato art. 34 — il recesso dei soci assenti, astenuti e dissenzienti.

L'ultimo comma dell'art. 2437 c.c. prevede la nullità di «ogni patto volto ad escludere o rendere più gravoso l'esercizio del diritto di recesso nelle ipotesi previste dal comma 1 del presente articolo». Il tenore letterale della disposizione può far sorgere il dubbio se essa si applichi anche alle ipotesi di recesso inderogabili previste da norme diverse dal comma 1 dell'art. 2437 c.c., quali il recesso *ad nutum* in caso di società costituita a

c.c., si può tuttavia forse aggiungere che anche una modificazione solo «potenziale» delle condizioni di rischio rileva nella prospettiva dell'azionista-investitore, il quale peraltro non avrebbe, soprattutto nelle società di maggiori dimensioni e caratterizzate da un azionariato diffuso, adeguati strumenti per monitorare eventuali alterazioni «in concreto» delle condizioni di rischio conseguenti alle attività specificamente esercitate nell'ambito di quelle consentite dalla clausola dell'oggetto sociale. Appare pertanto comprensibile, sebbene probabilmente non impeccabile in una prospettiva economico-sostanziale, la scelta del legislatore di collegare il diritto di *exit* a modifiche anche solo «programmatiche».

tempo indeterminato disciplinato dal *terzo* comma della norma in commento (della quale ci si è occupati al paragrafo precedente), o le ipotesi previste dagli artt. 2437-*quinquies*, 2497-*quater*, 2434 e 34 del d.lgs. 5/2003 (sopra richiamate). La soluzione che appare preferibile è quella affermativa, posto che la regola prevista dall'ultimo comma dell'art. 2437 c.c. esplicita una conseguenza della natura indisponibile del diritto di recesso quale estremo strumento di tutela della minoranza a fronte del potere della maggioranza (o del soggetto che esercita direzione e coordinamento) ⁽⁷⁵⁾.

Come sopra ricordato, conforta questa interpretazione l'esplicita previsione, contenuta nel comma 3 dell'art. 2437 c.c. in merito al recesso da società priva di termine di durata, della possibilità di estendere la necessaria durata del preavviso (opzione che, evidentemente, rende più gravoso il recesso). La necessità di disciplinare la deroga è giustificata proprio dalla natura altrimenti inderogabile del recesso e dalla nullità di patti che ne ostacolano l'esercizio ⁽⁷⁶⁾.

5. Il comma 2 dell'art. 2437 prevede due ipotesi di recesso derogabili dallo statuto: la proroga del termine della società e l'introduzione e la rimozione di vincoli alla circolazione delle azioni ⁽⁷⁷⁾. Con riferimento ad entrambe le fattispecie, merita di essere ricordata la circostanza — segnalata poco sopra — che l'eventuale delibera con la quale lo statuto elimini il diritto di recesso a fronte di tali modificazioni è, essa stessa, presupposto inderogabile di recesso.

La proroga della società, e quindi la posticipazione della liquidazione della partecipazione dei soci, legittima — per coloro i quali non concordino con tale estensione temporale dell'investimento effettuato — il recesso ⁽⁷⁸⁾.

⁽⁷⁵⁾ Nello stesso senso F. ANNUNZIATA (nt. 3), 53.

⁽⁷⁶⁾ Sul punto cfr. A. PACIELLO, *Commento* (nt. 3), 1109, ove si ricorda — criticamente — la posizione di D.U. SANTOSUOSSO (nt. 55), 178, che ritiene l'ultimo comma dell'art. 2437 c.c. applicabile alle ipotesi di recesso in caso di *delisting* (art. 2437-*quinquies* c.c.) e previste dalla disciplina della direzione e coordinamento di società (art. 2497 c.c.), ma *non* in caso di società a tempo indeterminato (art. 2437, comma 3, c.c.).

⁽⁷⁷⁾ Critico rispetto alla natura derogabile di queste ipotesi di recesso si è mostrato, sin dall'emanazione dello schema di decreto legislativo sulla riforma del diritto societario, P. PISCITELLO, *Il diritto di recesso*, in *Parere dei componenti del Collegio dei docenti del Dottorato di ricerca in Diritto Commerciale interno ed internazionale, Università Cattolica di Milano*, in questa *Rivista*, 2002, 1494, ove correttamente osserva che tali modificazioni statutarie « incidono sulla posizione del socio in modo più rilevante di alcune delle fattispecie riconosciute in ogni caso come causa di recesso dal comma 1 ».

⁽⁷⁸⁾ Scrive in proposito G. MARASÀ, *Prime note sulle modifiche dell'atto costitutivo*

In questo caso può risultare ovviamente essenziale, per decidere in merito alla convenienza dell'*exit*, un confronto tra i criteri di valutazione delle azioni per le quali si esercita il recesso e i criteri di liquidazione della partecipazione in caso di scioglimento della società. Occorre peraltro notare che la disposizione in esame si collega idealmente a quella contenuta nel comma 3, che consente il recesso in qualunque momento ai soci di società non quotate con durata indeterminata, per evitare che essi siano « imprigionati » all'interno della compagine sociale ⁽⁷⁹⁾.

L'art. 2437 c.c. prevede, inoltre, che — sempre salvo diversa previsione statutaria — « l'introduzione o la rimozione di vincoli alla circolazione delle azioni » legittimi l'esercizio del recesso. Una questione che potrebbe porsi nell'applicazione di questa norma è se solo l'introduzione o rimozione di limiti convenzionali alla circolazione dei titoli azionari legittimi il recesso, ovvero anche mere « modificazioni » di clausole di prelazione o di gradimento già previste dal contratto sociale. La risposta che appare preferibile è la seconda, in quanto, a rigore, pressoché ogni modifica di tali pattuizioni avrà l'effetto di ampliarne o restringerne la portata e, quindi, potrà essere considerata un'introduzione o rimozione di vincoli ⁽⁸⁰⁾.

Si è ricordata, in apertura di questa rassegna delle ipotesi di recesso, l'osservazione di uno studioso secondo il quale, poiché il nuovo art. 2355-bis c.c. consente l'introduzione di clausole di mero gradimento solo a condizione che sia previsto il « correttivo » del diritto di recesso in caso di diniego del *placet*, esistono ipotesi di recesso sì facoltative, che tuttavia rappresentano la condizione per l'efficacia di determinate previsioni attinenti il regime di circolazione delle azioni ⁽⁸¹⁾. Esiste quindi un *continuum*

della s.p.a. nella riforma, in G. MARASÀ, *La riforma di società, cooperative, associazioni e fondazioni*, Cedam, Padova, 2005, 53 ss., a 66, che « la possibilità per la maggioranza di deliberare la proroga si risolve nella negazione (*omissis*) di un diritto soggettivo degli azionisti alla quota di liquidazione (che sorgerebbe per effetto del decorso dell'originaria durata della società) » (corsivo aggiunto); il contributo si può leggere anche in *Giur. comm.*, 2003, I, 135 ss.

⁽⁷⁹⁾ È appena il caso di osservare che, ovviamente, l'introduzione della durata a tempo indeterminato equivale a proroga del termine e legittima il recesso. La questione potrebbe avere una qualche rilevanza nelle società quotate nelle quali, in assenza di durata definita della società, i soci non hanno possibilità di recedere in via continuativa. L'introduzione di una siffatta previsione, tuttavia, rappresenta essa stessa una proroga del termine — appunto, a tempo indeterminato — che apre la porta al recesso.

⁽⁸⁰⁾ Secondo F. ANNUNZIATA (nt. 3), 57, per « introduzione » e « rimozione » di vincoli alla circolazione delle azioni « deve intendersi sia l'inserimento, sia l'eliminazione dallo statuto di clausole che limitino o vietino il trasferimento delle azioni, ma anche ipotesi "intermedie", per effetto delle quali clausole già presenti nello statuto vengono ampliate, o ristrette nella loro concreta portata ».

⁽⁸¹⁾ F. CORSI (nt. 20), 30.

che va dalle ipotesi inderogabili di recesso, a quelle previste dallo statuto ma rinunciabili dalle parti, ai casi in cui il recesso deve essere previsto per assicurare la piena efficacia di una clausola di mero gradimento (l'ipotesi appena richiamata) e, infine, fattispecie di recesso introdotte in via completamente volontaria dallo statuto.

Su queste ultime, solo alcune brevi notazioni. In primo luogo, in base al comma 4 dell'art. 2437 c.c. possono essere previste ulteriori ipotesi di recesso che hanno il proprio presupposto sia in una modifica del contratto sociale, sia in un fatto diverso. Non è possibile compilare un elenco delle cause di recesso pattizie, che possono spaziare dal mancato raggiungimento di determinati risultati economici da parte della società al compimento di particolari operazioni societarie, sino a modifiche di specifiche clausole statutarie ritenute essenziali dai soci⁽⁸²⁾.

Un problema di ordine generale riguarda l'eventuale sussistenza di limiti « di sistema » che, nonostante il tenore letterale dell'art. 2437 c.c., possono essere apposti all'autonomia statutaria nella previsione di ulteriori ipotesi di recesso rispetto a quelli legali. Punto cruciale, sul quale pare prevalere l'orientamento negativo, è l'ammissibilità di una generalizzata previsione di recesso *ad nutum*. Si è in proposito sostenuto che « [l]a circostanza che il comma 4 dell'art. 2437 c.c. parli di « ulteriori cause » e le esigenze di tutela del patrimonio e dei creditori sociali » « spingono ad escludere che lo statuto di una società per azioni possa prevedere la possibilità per i soci di recedere *ad nutum* (salva naturalmente l'ipotesi legalmente prevista della società contratta a tempo indeterminato). In altre parole » — continua l'Autore citato —, « sarà necessario ancorare il diritto di recesso, statutariamente riconosciuto, a precisi e circoscritti presupposti obiettivamente riscontrabili »⁽⁸³⁾. Analoga soluzione è sostenuta da altri studiosi, sulla base di considerazioni sia di ordine sistematico, sia testuali⁽⁸⁴⁾.

(82) Un tentativo di enucleare le principali fattispecie di ipotesi di recesso facoltative che potrebbero essere introdotte dalla fantasia delle parti, che sebbene riferita alle società a responsabilità limitata si può facilmente estendere alle società per azioni, si può leggere in F. MAGLIULO (nt. 3), 219.

(83) M. STELLA RICHTER (nt. 3), 395; a questa posizione sono allineati buona parte dei commentatori: cfr. A. DI LIZIA, *Il diritto di recesso. I casi legali e convenzionali, modalità di esercizio e di rimborso*, in *La riforma delle società. Aspetti applicativi*, Utet, Torino, 2004, 394 s.; S. CAPIELLO, *Commento agli artt. 2437 ss.*, in *Codice commentato delle nuove società*, Ipsoa, Milano, 2004, 848. *Contra*, S. CARMIGNANI (nt. 3), 882; A. MALTONI, *Il recesso e l'esclusione nella nuova società a responsabilità limitata*, in *Notariato*, 2003, 310. Dubitativo, senza tuttavia escludere l'ammissibilità del recesso *ad nutum* anche nelle società non costituite a tempo indeterminato, G. DE NOVA (nt. 3), 332.

(84) Cfr. A. TOFFOLETTO (nt. 3), 372; A. DACCÒ (nt. 3), 485, sebbene con riferimento

Queste argomentazioni danno tuttavia adito ad alcune considerazioni critiche. La prima è che il tenore letterale della norma non è totalmente incompatibile con la possibilità di consentire il recesso a fronte della mera volontà del socio. La manifestazione dell'intenzione di recedere sarebbe, in questa ipotesi, la « causa » alla quale fa riferimento l'art. 2437 c.c. In secondo luogo, le esigenze di tutela dei creditori sociali a fronte del proliferare dei possibili presupposti statutari del recesso paiono già essere state valutate dal legislatore, che nelle società « chiuse » ha rimesso all'autonomia statutaria la facoltà di allargare le basi del diritto di *exit*, contemperando i rischi che tale opzione potrebbe porre all'integrità patrimoniale con il procedimento previsto dall'art. 2437-*quater* c.c. e, in particolare, con la possibilità di opposizione dei creditori. D'altronde, pur escludendo che lo statuto consenta il recesso *ad nutum*, potrebbero essere introdotte in via pattizia numerose (più specifiche) ipotesi di recesso, che si verificano tanto frequen-

alla disciplina della società a responsabilità limitata, ove anche richiami bibliografici. Merita di essere ricordato, tra gli argomenti di ordine testuale volti a negare l'ammissibilità del recesso *ad nutum* nelle società per azioni, il rilievo di S. CAPIELLO (nt. 3), 502 (che peraltro l'Autore citato integra anche con considerazioni di ordine sistematico), secondo il quale si potrebbe trarre conferma della circostanza che la volontà del socio di recedere non possa rappresentare una delle « cause » di recesso previste dallo statuto dalla considerazione che l'art. 2437-*bis* c.c., « nel regolare i termini e le modalità di esercizio del recesso per ipotesi diverse dalla deliberazione, si limita a prendere in considerazione la sola eventualità di un "fatto" che legittimi il recesso, di un evento cioè esterno ed ulteriore rispetto alla semplice determinazione del socio recedente ». Questa affermazione, tuttavia, non pare condivisibile per almeno due ordini di ragioni: in primo luogo non pare si possano ricostruire i presupposti del recesso dall'art. 2437-*bis* c.c., volto a disciplinare i termini per l'esercizio del diritto. In secondo luogo, la nozione di « fatto » non esclude necessariamente quella di atto o di negozio basati sulla volontà dell'uomo, e di questo non mancano conferme né nella più autorevole dottrina, né nell'ordinamento. Il riferimento ai « fatti » contenuto nella norma citata, in altre parole, non deve necessariamente essere inteso come a « fatti giuridici in senso stretto » contrapposti ad « atti » e « negozi giuridici », potendo al contrario evocare la nozione generale di « fatto giuridico » che, secondo la teoria generale, comprende anche fatti psichici (la volontà di recedere) rilevanti quali componenti di atti o negozi (R. MOSCHELLA, *Fatto giuridico*, in *Enc. giur. Treccani*). E si v. per tutti A. FALZEA, *Fatto giuridico*, in *Enc. diritto*, Giuffrè, Milano, 1967, XVI, 942, che ricorda come secondo la teoria generale « il fatto giuridico in senso ampio — che sarebbe ogni causa di effetti giuridici — distinguerebbe nel proprio interno l'atto giuridico da una parte e il fatto giuridico in senso stretto, cioè il fatto che non è l'atto, dalla parte contraria » e più avanti (949), ove esplicitamente si discute di come la categoria dei « fatti psichici » o quella dei « comportamenti » possano rientrare in quella più generale dei « fatti ». Per quanto riguarda gli spunti che possono trarsi dall'ordinamento positivo, basti infine pensare all'art. 2043 c.c., che pur parlando di « fatti » (e nonostante le ben note osservazioni critiche della dottrina civilistica su tale scelta terminologica), può comprendere anche « atti » quali una dichiarazione di scienza o una manifestazione di volontà (C.M. BIANCA, *Diritto civile. La responsabilità*, Giuffrè, Milano, 1994 (rist. 1997), 573.

temente da sollevare timori analoghi a quelli relativi a una clausola di recesso *ad nutum* e comunque consentire — di fatto — una simile facilità d'uscita al socio. Basti pensare, a titolo di esempio, alla possibilità di recedere ogni volta che si modifichi il tasso di cambio, rilevato quotidianamente (e che dunque, di regola, registrerà variazioni giornaliere), tra la valuta nazionale e quella di un Paese dal quale la società importa prodotti oggetto della propria attività⁽⁸⁵⁾.

Seguendo questo ragionamento, potrebbe inoltre ritenersi ammissibile anche nelle società per azioni un'ipotesi statutaria di recesso « per giusta causa » a fronte di comportamenti della società, degli organi sociali o degli altri soci che violano i doveri di correttezza e buona fede nell'esecuzione del contratto sociale⁽⁸⁶⁾. È appena il caso di notare, a questo proposito, che se

(85) Merita di essere segnalata la circostanza che anche chi propende per l'inammissibilità di una clausola statutaria che autorizzi il recesso *ad nutum*, ritiene che tale conclusione non può basarsi su argomenti attinenti la tutela del capitale sociale e dei creditori, atteso che tale esigenza « non consente di operare la selezione tra le clausole di recesso », poiché « qualunque causa di recesso finisce per avere le stesse implicazioni negative e dunque il profilo della tutela dei creditori non consente di discriminare le clausole ammissibili da quelle non ammissibili » (A. TOFFOLETTO (nt. 3), 372). Si possono invero sollevare alcune questioni su tale argomentazione: la circostanza che tutte le ipotesi di recesso possano avere un simile effetto sul patrimonio sociale e quindi sui creditori della società, non significa necessariamente che il loro impatto sul primo e sui secondi siano irrilevanti per discriminare le fattispecie lecite da quelle non ammissibili; né, al contrario, pare sufficiente dimostrare che esse abbiano conseguenze analoghe per escludere che tali conseguenze debbano essere tenute in considerazione nella valutazione delle clausole contrarie al sistema. Se, infatti, si afferma che il recesso (e quindi la proliferazione dei suoi presupposti ad opera dello statuto) pregiudichi i creditori, si potrebbe trarne il principio che la facoltà di prevedere pattizientemente ulteriori ipotesi di recesso debba essere costruita restrittivamente, con l'ulteriore conseguenza che il recesso *ad nutum* non sia ammissibile. Appare tuttavia significativo che anche gli autori che propongono una lettura volta a comprimere l'autonomia statutaria (nel caso di specie, negando il recesso *ad nutum*), avvertano che tale interpretazione non si basa su esigenze di protezione del patrimonio aziendale, che potrebbe comunque essere intaccato — secondo quando si indica nel testo — dalla previsione di *altre* ipotesi di recesso.

(86) In senso favorevole, S. CAPPIELLO (nt. 3), 521 s. *Contra*, seppur in senso dubitativo, M. PERRINO, *La « rilevanza del socio » nella s.r.l.: recesso, diritti particolari, esclusione*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 823, secondo il quale la possibilità di recedere per giusta causa non può « essere ammessa relativamente alle s.p.a. chiuse, per le quali la nuova disciplina consente allo statuto di prevedere ulteriori cause di recesso (art. 2437, comma 4), con ciò — sembra — autorizzando l'allargamento del rimedio ad ipotesi pur sempre puntuali e in certo modo specifiche ("cause") di applicazione; una soluzione questa che, oltre che sull'argomento letterale — che, va dato atto, è piuttosto fragile — parrebbe dimostrarsi conforme al principio generale della tendenziale rilevanza dell'azione, anziché del socio, che impronta la disciplina delle s.p.a., foss'anche chiuse ». Si v. anche A. DACCÒ (nt. 3), 486, ove — con riferimento alla s.r.l. ma con considerazioni parzialmente estensibili al caso in esame — viene correttamente

si dovesse ammettere una siffatta previsione statutaria, il concetto di giusta causa potrebbe essere declinato diversamente nell'ambito delle società per azioni e delle società di persone, in ragione della diversa natura dei reciproci doveri dei soggetti coinvolti in società caratterizzate da un minor rilievo soggettivo dei soci.

6. La legittimazione ad esercitare il recesso è attribuita in base a criteri differenti in ragione del presupposto del diritto. Concentrandosi in primo luogo sulle fattispecie di recesso disciplinate dalla legge, e fatto salvo il particolare caso di recesso ai sensi dell'art. 2343 c.c. (al quale è legittimato il socio conferente del bene o credito risultato sopravvalutato), nelle altre ipotesi occorre operare una distinzione tra casi nei quali presupposto del diritto è una deliberazione assembleare e casi nei quali il recesso si fonda su un fatto differente.

Nei primi, previsti dall'art. 2437 c.c., legittimati al recesso sono i soci «*che non hanno concorso*» all'approvazione della deliberazione che consente l'*exit* (87). Mentre non vi è nulla da aggiungere sulla risalente questione della legittimazione del socio «astenuto», la cui posizione è ormai a tutti gli effetti — come già suggeriva la dottrina (88) — equiparata a

distinta una clausola generale che non specifichi cosa debba intendersi per giusta causa, da una disposizione statutaria che indichi analiticamente le ipotesi di giusta causa legittimanti l'*exit*.

(87) Questa soluzione deve essere estesa anche ad altre ipotesi di recesso basate su deliberazioni assembleari, non solo di modificazione dello statuto, introdotte dallo statuto in assenza della previsione di diverse regole previste dal contratto sociale in tema di legittimazione all'esercizio del diritto. Nelle fattispecie di recesso facoltativo, infatti, non si può escludere la possibilità dello statuto di regolare i profili attinenti l'esercizio del diritto in modo differente da quanto previsto dalla legge per i casi di recesso inderogabile.

(88) M. NOTARI, *Commento art. 131* (nt. 3), 1128, esprime chiaramente questo argomento, basato sul significato «oggettivo» dell'astensione alla luce delle regole in materia di *quorum* assembleari. Osserva puntualmente M. STELLA RICHTER (nt. 3), 396, che nel caso previsto dall'art. 34 del d.lgs. 5/2003 (introduzione e soppressione di clausole statutarie compromissorie) il diritto di recedere è attribuito ai *solii* soci assenti e dissenzienti. La formulazione della norma ripropone la questione della posizione del socio astenuto: si dichiara in linea con la precedente prevalente soluzione, secondo la quale l'astenuto deve essere assimilato al dissenziente, R. RORDORF (nt. 3), 923 ss., richiamato da Stella Richter, il quale tuttavia considera tale lettura «ortopedica» e ritiene che, proprio considerando che il legislatore del 2003 si è esplicitamente fatto carico di disciplinare la posizione del socio astenuto, la circostanza che nel caso che occupa si parli solo di soci «assenti» e «dissenzienti» deve indurre a diversa conclusione. Entrambe le posizioni sono fondate su validi argomenti, non si nasconde tuttavia che la formula utilizzata dal d.lgs. 5/2003 pare più il frutto di una dimenticanza e di un difetto di coordinamento che di una precisa opzione legislativa, la cui *ratio* parrebbe difficilmente giustificabile a fronte dell'equiparazione dell'astenuto all'assente e al dissenziente in quella che si può ritenere la disciplina «generale» del diritto di recesso contenuta nell'art. 2437 c.c.

quella di assenti e dissenzienti, restano aperte non poche questioni sull'esatta estensione della legittimazione.

Un primo quesito al quale occorre fare riferimento è se per poter essere qualificabili come soci che « non concorrono » ad una data deliberazione, e quindi eventualmente legittimati al recesso, sia o meno necessario aver avuto la possibilità (giuridica) di votare in tale deliberazione. Occorre distinguere due casi: azioni istituzionalmente prive del diritto di voto nella delibera che consente il recesso, ed azioni per le quali il diritto di voto è temporaneamente sospeso.

Con riferimento alle azioni istituzionalmente prive del diritto di voto, in ipotesi, nell'assemblea straordinaria o su determinate materie che consentirebbero il recesso, si potrebbe ritenere che l'investitore che abbia sottoscritto o acquistato tali strumenti, consapevole della limitazione al voto, abbia implicitamente rinunciato al diritto di recesso, insieme alla facoltà di esprimersi sulle decisioni ne legittimano l'esercizio. In altre parole, se si intende che il presupposto di « non aver concorso » alla deliberazione legittimi il recesso in quanto esprime la non adesione alla modifica degli assetti contrattuali proposta, l'istituzionale esclusione del voto — e quindi l'impossibilità di manifestare tale non adesione in modo giuridicamente rilevante — potrebbe ritenersi non compatibile con l'esercizio del recesso. Se, al contrario, si ritiene che l'esclusione del voto non possa automaticamente implicare la limitazione di alcun altro diritto sociale, si potrebbe assimilare la posizione del socio che, privo del voto, (necessariamente) non concorre alla delibera che consente il recesso a quella di chi si astiene, consentendo dunque la facoltà di esercitare il recesso⁽⁸⁹⁾.

Diversi problemi interpretativi sorgono anche volgendo l'attenzione alle azioni per le quali il diritto di voto è stato sospeso. Si ponga mente al caso di acquisto di azioni quotate in eccedenza alle soglie previste in materia di partecipazioni reciproche dall'art. 121 del T.U.F.⁽⁹⁰⁾, ovvero senza effettuare le comunicazioni prescritte dall'art. 122 T.U.F.⁽⁹¹⁾ oppure, an-

(89) Nel senso dell'ammissibilità del recesso del socio istituzionalmente privo del diritto di voto G. PRESTI (nt. 3), 103, nota 9, ove precisa che il diritto di recesso non può essere negato a tali soggetti in quanto la legge 216/1974 (art. 1-14) non priva esplicitamente tali investitori del diritto di recesso (e anzi prevede che ad essi siano riconosciuti uguali diritti rispetto ai titolari di azioni ordinarie). In questo senso sono orientati anche G. GRIPPO (nt. 3), 176; G.F. CAMPOBASSO (nt. 49), 214.

(90) Cfr. A. GIANNELLI, *Commento all'art. 121*, in P. MARCHETTI-L.A. BIANCHI (a cura di) (nt. 3), 802 ss.

(91) Cfr. A. PICCIAU, *Commento all'art. 122*, in P. MARCHETTI-L.A. BIANCHI (a cura di) (nt. 3), 879 ss.

cora, in violazione di un limite statutario di possesso azionario che preveda la sanzione del divieto di voto⁽⁹²⁾. In queste ipotesi, la « qualifica » di socio assente, astenuto o dissenziente dipenderà dal comportamento di voto tenuto con le azioni per le quali l'investitore ha conservato il diritto di voto: nel caso in cui egli non abbia concorso ad una delibera che legittima il recesso dovrebbe poter recedere per le azioni per le quali il diritto di voto spettava e, ad avviso di chi scrive, anche per altre⁽⁹³⁾.

Infine, nel caso in cui il diritto di voto sia temporaneamente sospeso per l'intera partecipazione (ad esempio ai sensi dell'art. 110 T.U.F. in caso di violazione degli obblighi di offerta), si ritiene che il socio possa essere considerato comunque *non aver concorso* all'approvazione della deliberazione e, quindi, legittimato a recedere.

Un secondo problema interpretativo al quale si fa cenno riguarda l'esatto significato dell'espressione « non concorrere » nel caso in cui un determinato azionista abbia la possibilità di esprimersi su una determinata deliberazione *sia* nell'assemblea generale (straordinaria) chiamata ad approvare una modifica dello statuto, *sia* nell'assemblea speciale di categoria la cui approvazione è condizione di efficacia della modifica statutaria. Ci si riferisce, ad esempio, all'ipotesi del titolare di azioni privilegiate a voto limitato, che vota sia nella delibera di modifica dello statuto per, ad esempio, ridurre il privilegio previsto, sia nella successiva assemblea *ex art. 2376 c.c.* Per poter essere qualificato « non concorrente » all'approvazione della delibera, e quindi legittimato al recesso, è sufficiente che tale soggetto sia stato assente, astenuto o dissenziente in sede di assemblea straordinaria, o è altresì necessario che egli non abbia

(92) Sulla limitazione del diritto di voto conseguente alla violazione di un limite individuale al possesso di azioni (in particolare con riferimento ai limiti legali prescritti all'art. 3, comma 2, del d.l. 372/1994, convertito in legge n. 474 del 1994), cfr. L. STANGHELLINI, *I limiti statutari alla circolazione delle azioni*, Giuffrè, Milano, 1997, 53 s.

(93) Alcuni Autori hanno avuto modo di sostenere la non ammissibilità del recesso del socio che, esercitando il voto in modo divergente in relazione alle azioni delle quali è titolare, risultasse — per così dire — assenziente alla deliberazione solo per una parte della propria partecipazione. Si v. F. ANNUNZIATA (nt. 3), 65, secondo il quale « è indubbio che il socio che ha votato a favore della delibera con parte delle proprie azioni, e si è astenuto (o ha votato in senso contrario) con la parte restante delle azioni ha certamente concorso alle deliberazioni che fondano il diritto di recesso ». Mentre anteriormente alla riforma del diritto societario la soluzione indicata pareva difficilmente contestabile, a fronte della possibilità di recesso parziale prevista dalle nuove norme è forse preferibile una soluzione maggiormente liberale che, in caso di voto divergente, consenta il recesso in proporzione alle azioni per le quali il socio può essere considerato *non aver concorso* alla delibera che legittima l'*exit* (così S. CARMIGNANI (nt. 3), 885).

successivamente votato « a favore » della modifica in seno all'assemblea speciale?

Il caso è stato posto, con riferimento al previgente art. 131 T.U.F., da un Autore del quale conviene riportare il pensiero: « Qualora il medesimo socio abbia *azioni di una sola categoria*, sembra necessario che il presupposto della legittimazione (dissenso, assenza o astensione) si verifichi tanto nell'assemblea generale, quanto nell'assemblea speciale cui eventualmente il socio abbia diritto di partecipare. Ad esempio, si pensi ad un soggetto titolare di sole azioni privilegiate: per avere diritto di recesso egli non dovrà aver votato a favore in nessuna delle due assemblee »⁽⁹⁴⁾.

Ben si comprende il fondamento di questa affermazione. Se, infatti, si considera una delibera di modifica dello statuto che richieda, per essere efficace, l'approvazione dell'assemblea speciale alla stregua di una « fattispecie a formazione progressiva » della quale la decisione degli azionisti di categoria sia parte integrante, si potrebbe essere indotti a ritenere che il presupposto del « non concorso » (manifestato tramite dissenso, astensione o assenza) debba verificarsi, per legittimare il recesso, in *tutte* le occasioni nelle quali il socio è chiamato ad esprimersi in merito alla modificazione statutaria proposta⁽⁹⁵⁾. L'interpretazione richiamata, peraltro, non è incompatibile con il tenore letterale dell'art. 2437 c.c., che collega il recesso al « non aver concorso alle deliberazioni *riguardanti* » gli argomenti elencati dal comma 1 della norma, formula che potrebbe comprendere anche le deliberazioni delle assemblee speciali.

Tuttavia, alla luce della nuova (e per certi versi opposta) collocazione del recesso nel sistema societario, che da *extrema ratio* alla quale si addi-

(94) M. NOTARI, *Commento art. 131* (nt. 3), 1129. In questa linea di pensiero anche F. ANNUNZIATA (nt. 3), 48, laddove afferma che il socio di categoria che non voti contro la deliberazione dell'assemblea generale nell'ambito dell'assemblea speciale « ha in vero eliminato, attraverso il suo comportamento nell'assemblea di categoria, il presupposto necessario per l'esercizio del diritto di recesso, ossia "la sua contrarietà alla deliberazione" »; poco più avanti (49) si precisa anche che « se il socio è titolare di due categorie di azioni, entrambe con diritto di voto tanto nell'assemblea generale, quanto nell'assemblea di categoria (ad esempio, azioni ordinarie e azioni privilegiate), si dovrà valutare la condotta del socio in entrambe le assemblee, e ritenere che — in entrambe le sedi, e per tutte le azioni possedute — egli potrà recedere solo se non ha votato a favore delle delibere nell'una o nell'altra assemblea ».

(95) Rileva notare che, a questo proposito, sebbene con riferimento a diversa fattispecie, G. PRESTI (nt. 3), 103, ha avuto modo di sostenere che devono essere considerati « consenzienti » (e, quindi, *non* legittimati al recesso) « quegli azionisti che, pur nella detta deliberazione [di modifica dello statuto] dissenzienti, astenuti o assenti, avevano manifestato precedentemente il loro consenso in modo univoco ».

ceva un approccio interpretativo restrittivo è divenuto strumento di disinvestimento e tutela delle minoranze di più ampia applicazione, questa ricostruzione può forse essere riconsiderata. L'argomento che potrebbe indurre a non attribuire rilevanza al voto espresso nell'assemblea speciale (ancorché « favorevole » alla delibera che legittima il recesso) e limitarsi ad individuare, quale condizione necessaria e sufficiente per l'esercizio del diritto, il non aver concorso alla delibera dell'assemblea generale, si basa sulla funzione di strumento di « separazione consensuale » dei soci attribuita al diritto di recesso.

La questione può essere illustrata con un esempio. Il capitale sociale della società per azioni X, pari a 110, è rappresentato da 100 azioni ordinarie e 10 azioni privilegiate a voto limitato alla sola assemblea straordinaria. Si ipotizzi che X intenda procedere ad una fusione che comporterebbe l'abolizione o la riduzione del privilegio patrimoniale previsto a favore delle azioni a voto limitato. Il socio A, che detiene il novanta per cento delle azioni ordinarie a voto pieno in circolazione, è fortemente a favore dell'operazione, mentre il socio B, che detiene solo il dieci per cento delle azioni ordinarie, ma tutte le azioni privilegiate a voto limitato, è contrario. Nella situazione proposta, dunque, è certo che grazie ai voti di A, pari a circa l'ottanta per cento, l'assemblea straordinaria di X potrebbe approvare la fusione nonostante l'opposizione di B. È altrettanto certo, tuttavia, che B sarebbe in grado di « bloccare » l'operazione nell'assemblea speciale di categoria ai sensi dell'art. 2376 c.c. (si ipotizzi, infatti, che la riduzione o abolizione del privilegio sia una condizione essenziale, da un punto di vista economico, per la realizzazione dell'operazione).

La tesi sopra riportata imporrebbe al socio B un'alternativa tra due estremi: o si oppone al pregiudizio in seno all'assemblea speciale (con il dissenso, l'assenza o l'astensione) — impedendo così la realizzazione dell'operazione —; oppure B non ostacola l'operazione nell'assemblea speciale, rinunciando però al diritto di recesso, in quanto — sempre seguendo il ragionamento illustrato — non potrebbe più ritenersi « non aver concorso » alla modifica statutaria. Non si può escludere, tuttavia, che il socio di minoranza B si renda conto che l'operazione proposta, alla quale egli resta personalmente contrario (si pensi alla volontà di non diventare socio degli attuali azionisti della società incorporanda, ovvero a ragioni attinenti la composizione del proprio personale portafoglio di investimento), risponda ad una precisa logica economica nella prospettiva della società X e che, stante la decisa volontà della maggioranza a realizzare l'operazione, impedirli possa essere causa di conflittualità all'interno della compagine sociale ed inefficienza a scapito della società.

Parrebbe allora, in questa prospettiva, preferibile una soluzione che consenta al socio B di votare *contro* l'operazione — e quindi la modifica del privilegio — in sede di assemblea generale ma, valutata la situazione, decidere di non ostacolarla (ulteriormente) nell'assemblea speciale, conservando tuttavia il diritto di recedere. Si eviterebbe così di imporre al socio la scelta tra due opzioni entrambe subottimali: contrastare un'operazione desiderabile da parte della maggioranza e razionale dal punto di vista economico, oppure subirla restando tuttavia legato al vincolo corporativo.

Una siffatta soluzione, che imporrebbe una sorta di « dovere di coerenza » dell'azionista che intenda recedere, pare restringere ingiustificatamente l'ambito di applicazione dell'istituto proprio in una situazione nella quale esso consente di raggiungere la soluzione economicamente più efficiente. È utile ricordare, a questo proposito, che anche autorevole e risalente dottrina straniera ha attribuito all'istituto i seguenti obiettivi: « *[t]o placate the dissenting minority and, at the same time, to facilitate the carrying out of changes of a desirable and extreme sort* »⁽⁹⁶⁾.

Sebbene la questione non deve essere enfatizzata, in quanto la possibilità di contrastare l'operazione in sede di assemblea di categoria può — nella prassi — indurre il socio di controllo ad acquistare le azioni di categoria prima della realizzazione dell'operazione o comunque a farsi carico della posizione degli investitori che risulterebbero pregiudicati dall'operazione progettata, alla luce della funzione assunta dal diritto di recesso in seguito alla riforma del 2003, acquisisce maggior fondamento la tesi secondo la quale sia condizione necessaria e sufficiente di legittimazione all'*exit* il non aver concorso alla delibera dell'assemblea (generale) straordinaria di modifica dello statuto che consente il recesso⁽⁹⁷⁾.

⁽⁹⁶⁾ N.D. LATTIN, *Remedies of Dissenting Stockholders Under Appraisal Statutes*, in *Harv. L. Rev.*, 1931, 237.

⁽⁹⁷⁾ Anche da un punto di vista testuale l'art. 2437 c.c. pare riferirsi unicamente al comportamento tenuto in seno all'assemblea generale che, modificando lo statuto, legittima il recesso, come indica anche la collocazione « topografica » della disposizione. D'altronde, è appena il caso di osservare, la razionalità e meritevolezza del comportamento del socio — nell'esempio discusso — esclude la possibilità di qualificarlo come abusivo o stigmatizzarlo come violazione del divieto di « *venire contra factum proprium* ».

Dall'impostazione proposta nel testo discende anche che non pare condivisibile la tesi secondo la quale non potrebbero recedere i soci che pur assenti, dissenzienti o astenuti abbiano manifestato il proprio consenso in modo univoco (G. PRESTI (nt. 3), 103): pare, infatti, che l'unico comportamento al quale la legge attribuisce rilievo è quello di non aver concorso all'approvazione della deliberazione, concorso che si può giuridicamente manifestare solo con il voto: la diversa soluzione richiamata determinerebbe gravi incertezze in merito a quando si possa ritenere che un socio abbia « manifestato il proprio consenso in modo univoco » al di fuori

Un ulteriore problema, non rilevante anteriormente alla riforma del diritto societario alla luce dell'esiguità delle ipotesi di recesso, ma che le nuove regole non mancheranno di porre all'attenzione degli interpreti, riguarda l'estensione della legittimazione a recedere a fronte di quelle deliberazioni che incidono sulla posizione di solo alcuni azionisti. Il caso più delicato riguarda le modifiche dei diritti di voto o di partecipazione che consentono il recesso ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. g), c.c. Posto che la fattispecie è certamente idonea a comprendere, ad esempio, la riduzione di un privilegio economico previsto a favore dei titolari di azioni di categoria, ci si deve chiedere se il recesso spetti ai soli titolari delle azioni « toccate » dalla modificazione, ovvero anche agli altri azionisti assenti, dissenzienti o astenuti.

Il tenore letterale della norma non sembra limitare il recesso ai titolari di particolari azioni comprendendo, almeno in linea di principio, *tutti* gli azionisti⁽⁹⁸⁾. Inoltre la disposizione, a differenza dell'art. 2376 c.c., non parla affatto di delibere che « *pregiudicano i diritti* » degli azionisti di una determinata « *categoria* » bensì, più genericamente, di modifiche dei diritti di voto e di partecipazione. In secondo luogo, se la *ratio* della disposizione è quella di approntare una via di uscita a favore degli azionisti che non condividono una modifica dei diritti di voto o di partecipazione, tale esigenza potrebbe riguardare anche gli azionisti la cui posizione non è oggetto della modifica. Si pensi, a titolo di esempio, ad una delibera con la quale si aumentano i diritti di voto spettanti a una categoria di azioni, modifica di diritto che incide indirettamente anche sulla posizione degli altri soci, che potrebbero essere interessati al recesso.

Considerando tuttavia le finalità di tutela della disposizione, la soluzione che circoscrive il recesso agli azionisti la cui posizione è stata modificata appare preferibile. Al fine di individuare tali soggetti può utilmente venire in soccorso dell'interprete — ad avviso di chi scrive — la nozione di « pregiudizio indiretto » elaborata da autorevole dottrina con riferimento alla disciplina delle azioni di categoria⁽⁹⁹⁾, pur ricordando che il presuppo-

dell'unico contesto appropriato, ossia l'assemblea dei soci. È appena il caso di rilevare, infine, che coerentemente con l'impostazione proposta, l'ipotesi speculare a quella discussa nel testo, nella quale l'azionista vota a favore della delibera legittimante il recesso in sede di assemblea generale, ma contro la stessa nell'assemblea speciale di categoria, esclude la legittimazione a recedere.

⁽⁹⁸⁾ La soluzione resta ferma anche nel caso in cui il problema potrebbe essere ribaltato, immaginando una delibera con la quale il privilegio nella distribuzione degli utili di una categoria di azioni sia *aumentato* anziché diminuito. In questo caso sono i titolari di azioni di categorie *diverse* rispetto a quelle privilegiate che potrebbero ritenersi pregiudicati dalla delibera.

⁽⁹⁹⁾ A. MIGNOLI (nt. 46), 205, v. *supra*, nota 46 e testo corrispondente.

sto del recesso in esame non limita il proprio ambito di applicazione alle sole modifiche pregiudizievoli. Si potrebbe quindi ritenere che legittimati al recesso siano quei soci che hanno subito una modificazione di diritto, sia diretta che indiretta, della propria posizione.

Per quanto riguarda gli azionisti che abbiano acquistato le azioni successivamente alla deliberazione, l'opinione prevalente e condivisibile è nel senso di escludere il recesso, indipendentemente dalla posizione assunta dal dante causa⁽¹⁰⁰⁾.

Con riferimento alle ipotesi di recesso introdotte dallo statuto, sebbene in caso di silenzio in punto di legittimazione si potranno applicare per analogia le regole ora richiamate (e, quindi, in caso di recesso fondato su una deliberazione assembleare sarà necessario che il socio non vi abbia concorso), l'autonomia statutaria potrebbe adottare regole differenti da quelle legali, limitando — ad esempio — il recesso ai soli soci dissenzienti rispetto a una data modifica del contratto sociale, o a quelli in possesso di partecipazioni inferiori a una determinata soglia (circoscrivendo quindi la possibilità di *exit* agli azionisti di minoranza, soluzione che potrebbe rispondere a evidenti esigenze pratiche).

Non si può tacere, infine, un problema segnalato da un attento commentatore⁽¹⁰¹⁾. Ci si riferisce all'ipotesi, evidentemente particolare, ma non trascurabile anche per esigenze di ricostruzione sistematica, della legittimazione al recesso del socio di maggioranza. Si è a questo proposito scritto, con riferimento al recesso *ad nutum* in caso di società contratta a tempo indeterminato, che tale diritto potrebbe essere esercitato dal «c.d. socio di maggioranza, o [da] un numero di soci le cui azioni rappresentino la maggioranza del capitale sociale, ma, di fatto, si avrebbe un uso per altro

⁽¹⁰⁰⁾ V. G. PRESTI (nt. 3), 103, nota 9, e dottrina ivi citata. In giurisprudenza, conformemente, v. Trib. Taranto, 15 novembre 2000, in *Società*, 2001, 321 e relativo commento di E. BONAVERA. Ma v., in senso contrario, D. GALLETTI, *Il recesso* (nt. 3), 246 ss. Si potrebbe, se mai, distinguere tra coloro i quali abbiano acquistato le azioni successivamente all'iscrizione della delibera legittimante il recesso nel registro delle imprese, ai quali è certamente precluso l'*exit* alla luce della conoscibilità delle regole societarie introdotte, e azionisti che abbiano acquistato le azioni anteriormente a tale momento, nei confronti dei quali si potrebbe proporre una soluzione meno rigorosa.

È appena il caso di osservare, con F. ANNUNZIATA (nt. 3), 81, nota 163, che gli obblighi di deposito e di non alienazione non eliminano affatto il problema della legittimazione al recesso di colui il quale abbia acquistato le azioni successivamente alla deliberazione che legittima il recesso, posto che è ben possibile che il socio alieni la propria partecipazione nel periodo intercorrente tra tale deliberazione e il termine ultimo per l'esercizio del diritto di *exit*. *Contra*, con posizione non pienamente convincente, v. S. CARMIGNANI (nt. 3), 886, nota 7.

⁽¹⁰¹⁾ A. PACIELLO, *Commento* (nt. 3), 1114.

verso abusivo e certo improprio dello strumento di tutela, ben potendo la maggioranza modificare lo statuto con l'introduzione di un termine» (102). Sebbene l'Autore citato, pur qualificando come «abusivo» l'esercizio del diritto di recesso nel caso descritto, non sostiene in via generalizzata l'illeceità del recesso del socio di maggioranza, l'osservazione riportata offre l'occasione per una considerazione su tale delicata questione. Si ritiene, infatti, che la legge non consenta di distinguere in astratto tra uso «proprio» e «improprio» del recesso in base alla percentuale di azioni detenuta, dovendosi dunque concludere, in mancanza di ulteriori profili di illegittimità, quale un intento emulativo incompatibile con il dovere di correttezza nell'esecuzione del contratto, che anche il recesso dell'azionista che detiene una partecipazione di controllo sia, in linea di principio e ricorrendone i presupposti, lecito e ammissibile.

Per convincersene si pensi al seguente esempio. Il socio di controllo di una società per azioni è assente ad una delibera con la quale viene modificato lo statuto, attribuendo voto pieno ad azioni di una categoria che egli non detiene, sino a quel momento a voto limitato, e introducendo contemporaneamente uno scaglionamento all'esercizio del diritto di voto ai sensi del comma 3 dell'art. 2351 c.c.: con una delibera dell'assemblea straordinaria che il socio di maggioranza non ha concorso ad approvare, vengono così modificati i diritti di voto dei quali egli dispone(va), eventualmente ponendolo in minoranza. In questa situazione parrebbe difficilmente giustificabile il mancato riconoscimento del diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. g). Il risultato non pare possa cambiare qualora il socio di maggioranza abbia la possibilità di modificare lo statuto eliminando il presupposto in forza del quale potrebbe esercitare il recesso: non si ravvisa, infatti, nel sistema una sorta di onere di attivarsi per eliminare il presupposto del recesso come alternativa all'esercizio della facoltà di *exit* (103).

7. Quando il presupposto del recesso non è rappresentato da una deliberazione assembleare, la legittimazione all'esercizio del diritto non può, ovviamente, discendere dalla posizione assunta in rapporto ad una riunione-

(102) A. PACIELLO, *Commento* (nt. 3), 1114 e s.

(103) In linea, pare, con questa soluzione anche F. ANNUNZIATA (nt. 3), 51, che giunge addirittura a ritenere l'istituto del recesso compatibile e applicabile alle società unipersonali. Ciò non esclude, ovviamente, la possibilità che nel caso concreto l'esercizio del diritto risulti avere carattere abusivo, violando i doveri di buona fede e correttezza nell'esecuzione del contratto sociale, sui quali si v., da ultimo e alla luce della riforma del diritto societario, A. D'ANGELO, *Il nuovo diritto societario e la clausola generale di buona fede*, in *Contratto e impresa*, 2004, 769 ss.

ne assembleare, e deve essere collegata a differenti elementi. Per quanto riguarda le ipotesi previste dalla disciplina della direzione e coordinamento di società, si deve distinguere tra recesso giustificato dalla modifica dello scopo o dell'oggetto della « capogruppo » e da inizio e fine dell'attività di eterodirezione (lett. *a*) e *b*) dell'art. 2497-*quater* c.c.), nei quali il recesso spetterà a tutti, indistintamente, i soci della società sottoposta a direzione e coordinamento⁽¹⁰⁴⁾; e recesso conseguente a sentenza esecutiva di condanna della capogruppo per abuso del potere di direzione (lett. *b*) dell'art. 2497-*quater* c.c.), nel quale il recesso spetterà unicamente ai soci a favore dei quali è stata pronunciata la sentenza di condanna.

Anche nel caso di recesso *ad nutum* previsto per le società costituite a tempo indeterminato, legittimati al recesso sono tutti i soci, indipendentemente — come è stato osservato⁽¹⁰⁵⁾ — dalla posizione assunta in seno all'assemblea che avesse approvato la durata indeterminata della società.

Un problema che deve essere segnalato riguarda la legittimazione al recesso in ipotesi di modifiche statutarie non deliberate dall'assemblea dei soci, bensì dal consiglio di amministrazione. Ci si riferisce, come accennato in precedenza, ai casi previsti dagli artt. 2505 e 2505-*bis* c.c., ad esempio laddove la decisione di fusione — delegata all'organo di amministrazione — implichi anche modifica dell'oggetto sociale. In questo contesto paiono possibili due soluzioni. La prima è quella di consentire il recesso ai *sol*i azionisti che *non* abbiano concorso alla delibera con la quale il potere di decidere la fusione viene delegato agli amministratori, soluzione che tuttavia non appare meritevole di accoglimento per diversi ordini di ragioni. In primo luogo, tale delibera non è compresa tra i casi inderogabili di recesso previsti dalla legge e solo a costo di una interpretazione ortopedica e poco ortodossa parrebbe riconducibile alle ipotesi contemplate dal legisla-

(104) Con l'esclusione, ovviamente, del socio che esercita tale potere. Un caso particolare potrebbe essere quello del socio di controllo (esercitante direzione e coordinamento e soggetto all'art. 2497 c.c.) che ceda la propria partecipazione diffondendo le azioni in modo tale che si possa ritenere cessata la direzione e coordinamento della società controllata ai sensi dell'art. 2497-*quater* c.c. (ad esempio in quanto viene effettuata un'offerta pubblica di vendita — si noti bene, *non* d'acquisto, che escluderebbe il recesso ai sensi dell'art. 2497-*quater* c.c. —, o in quanto le azioni sono cedute ad una persona fisica). In questi casi è certamente consentito recedere ai soci esterni al gruppo di controllo, ma lo è anche per l'*ex*-socio di controllo il quale avesse eventualmente conservato una partecipazione? Sebbene in linea generale la risposta preferibile dovrebbe essere negativa, in quanto un siffatto comportamento parrebbe integrare l'abuso del diritto e la violazione della regola secondo la quale *nemo venire contra factum proprium potest*, non si possono escludere casi nei quali tale via d'uscita sia consentita anche al precedente socio di controllo.

(105) M. STELLA RICHTER (nt. 3), 396.

tore. In secondo luogo, la delibera di delega, in sé, non giustifica il recesso perché solo ipoteticamente essa determinerà — peraltro in un momento futuro anche lontano nel tempo — una modifica dello statuto che legittimi l'*exit*.

Si deve allora ritenere che il diritto di recedere, che non può certamente essere negato unicamente perché la fusione è approvata dal consiglio di amministrazione, sorga a fronte della decisione del consiglio. Questa ricostruzione, tuttavia, esclude la possibilità di individuare i soci che consentono all'operazione in oggetto, con la conseguenza che la legittimazione al disinvestimento non può che essere riconosciuta a *tutti* gli azionisti, assimilando — in questo particolare caso e ai soli fini della legittimazione — la situazione ad alcune delle fattispecie nelle quali il recesso si fonda su un fatto diverso da una deliberazione dell'assemblea straordinaria (alla quale i soci hanno il diritto di partecipare esprimendo il proprio voto).

Per quanto riguarda le ipotesi facoltative di recesso, eventualmente introducibili dallo statuto, che prevedono presupposti diversi da una deliberazione assembleare per l'esercizio dell'*exit*, così come già osservato in merito ai casi di recesso facoltativi fondati su delibere assembleari, si può ritenere che l'autonomia statutaria potrà disciplinare anche il profilo della legittimazione all'esercizio del diritto, eventualmente limitandolo ai titolari di azioni di categoria o subordinandolo ad altre condizioni.

8. Proseguendo nell'illustrazione del quadro di riferimento propeudeutico all'esame delle regole attinenti la liquidazione delle partecipazioni, occorre spendere qualche parola sui termini e le modalità per l'esercizio del diritto.

La natura recettizia del recesso comporta che la sua efficacia si espliciti quando la dichiarazione del socio giunge alla società⁽¹⁰⁶⁾. Nelle società per

(106) Affermazione pacifica in giurisprudenza: v., da ultimo, Cass., 19 marzo 2004, n. 5548, in *Mass.*, 2004; Cass., 3 gennaio 1998, n. 12, tra l'altro in *Società*, 1998, 773 ss.; Trib. Milano, 7 febbraio 2003, in *Società*, 2003, 998 (in materia di società di persone); Trib. Orvieto, 18 febbraio 1994, tra l'altro in *Riv. dir. comm.*, 1996, II, p.411 ss. In dottrina, per tutti, B. IANNIELLO, nel commento a Cass., 3 gennaio 1998, cit. e F. FERRARA-F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Giuffrè, Milano, 2001, 565. *Contra*, U. BELVISO, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nelle società per azioni*, in P. RESCIGNO (diretto da), *Trattato di diritto privato*, vol. 16, Utet, Torino, 81. Conformemente ai principi generali in materia di dichiarazione recettizia, non sarà necessaria, affinché il recesso sia efficace, l'effettiva conoscenza della dichiarazione in capo alla società, essendo sufficiente la sola conoscibilità della stessa: in argomento, G. PRESTI (nt. 3), 107 e rimandi contenuti in nota 23; cfr. inoltre G. GABRIELLI-F. PADOVANI, *Recesso (diritto privato)*, in *Enc. dir.*, XXXIX, Giuffrè, Milano, 1988, 42 s. e S. PUGLIATTI,

azioni, l'art. 2437-*bis*, comma 1, c.c., prevede che il socio recedente sia tenuto a spedire una lettera raccomandata (contenente una serie di indicazioni necessarie affinché la società possa applicare il procedimento di liquidazione previsto dalla legge⁽¹⁰⁷⁾) entro quindici giorni dall'iscrizione nel registro delle imprese della delibera che legittima il recesso o trenta giorni dal momento nel quale il socio viene a conoscenza di un fatto, diverso da una delibera assembleare, che consente il recesso.

Nel primo caso, la norma riconduce ad unità i differenti termini precedentemente previsti per l'esercizio del diritto a seconda della posizione assunta dal socio rispetto alla delibera che legittimava il recesso (tre giorni dalla deliberazione per i soci dissenzienti, quindici dall'iscrizione della delibera per i soci assenti): il nuovo regime prevede, come unico termine, quindici giorni dall'adempimento delle formalità pubblicitarie necessarie affinché la modifica statutaria produca i propri effetti⁽¹⁰⁸⁾. Una regola differente è, invero, prevista dall'art. 34 del d.lgs. 5/2003 con riferimento al recesso a fronte delle modificazioni statutarie introduttive o soppressive di clausole arbitrali, per le quali la legge ammette il recesso «*entro i successivi novanta giorni*»⁽¹⁰⁹⁾.

Entro il termine di decadenza previsto per l'esercizio del diritto il socio ha l'onere di *spedire* la lettera contenente la dichiarazione di recesso, non rilevando — su questo piano — il ricevimento della stessa da parte della società: ciò al fine, si osserva, di non far ricadere sul socio eventi — quali ritardi postali — fuori dal suo controllo⁽¹¹⁰⁾. Tale condivisibile affermazione implica tuttavia che una dichiarazione di recesso pur tempestivamente spedita, che tuttavia non giunge in tempo utile a conoscenza dell'ente a causa dell'errata indicazione dell'indirizzo della sede sociale da parte del socio, o di altre cause a lui imputabili, non dovrebbe considerarsi (regolarmente) spedita in termini.

Non si può escludere, peraltro, che il socio invii la lettera di recesso *successivamente* alla delibera, ma *anteriamente* alla sua iscrizione nel regi-

Conoscenza, in *Enc. dir.*, IX, Giuffrè, Milano, 1961, 116 s. Per una dettagliata analisi del contenuto della dichiarazione di recesso, poi, si v. F. ANNUNZIATA (nt. 3), 78 ss.

⁽¹⁰⁷⁾ Oltre alle generalità del socio recedente, la dichiarazione deve infatti indicare un domicilio per le comunicazioni attinenti il procedimento, nonché le categorie e il numero di azioni per le quali il diritto è esercitato atteso che la nuova disciplina consente il recesso parziale.

⁽¹⁰⁸⁾ Il nuovo art. 2436, ultimo comma, c.c. subordina l'efficacia di tutte le deliberazioni di modifica dello statuto all'iscrizione nel registro delle imprese.

⁽¹⁰⁹⁾ Che, si ritiene, decorrano sempre dall'iscrizione della deliberazione nel registro delle imprese, sebbene la norma non lo precisi esplicitamente.

⁽¹¹⁰⁾ M. CALLEGARI (nt. 3), 1411.

stro delle imprese. Tale comportamento deve ritenersi idoneo a legittimare il recesso, in quanto la legge non prescrive un termine iniziale per l'invio della comunicazione. La delibera che legittima il recesso, tuttavia, produce i propri effetti solo a seguito della pubblicità costitutiva: si deve quindi ritenere che, in questo caso, la dichiarazione di recesso pur pervenuta (*rectius*, spedita), sia sospensivamente condizionata all'iscrizione della delibera nel registro delle imprese, prima della quale non vi è modificazione del contratto sociale.

Quando il recesso è fondato su un fatto diverso da una delibera, invece, il termine per l'invio della raccomandata è di trenta giorni dal momento nel quale il socio viene a conoscenza del fatto legittimante. I « fatti » ai quali si applicherà la norma potranno, in primo luogo, essere ipotesi di recesso facoltative, previste dallo statuto ai sensi del comma 4 dell'art. 2437 c.c., ma anche i casi previsti dalla disciplina della direzione e coordinamento di società (art. 2497-*quater* c.c.)⁽¹¹¹⁾.

La disposizione solleva tuttavia importanti problemi interpretativi. In primo luogo si deve osservare che sebbene il tenore letterale della norma paia riferirsi all'effettiva conoscenza del fatto da parte del socio, anche a fini di certezza si ritiene, con la dottrina che si è occupata della questione, preferibile ricondurre la decorrenza di tale termine al momento in cui il fatto legittimante il recesso è conoscibile usando la normale diligenza⁽¹¹²⁾. Questa soluzione, inoltre, presenta il non trascurabile vantaggio di consentire, almeno in certi casi, una decorrenza omogenea del termine per l'esercizio del diritto di *exit* per i diversi soci, impossibile se essa dipendesse,

(111) Ad esempio, in caso di cambiamento dell'oggetto sociale della capogruppo la conoscibilità dell'evento legittimante il recesso potrebbe individuarsi nel momento di iscrizione nel registro delle imprese della delibera di modifica; in caso di sentenza di condanna della capogruppo si potrebbe dare rilievo all'eventuale pubblicazione della sentenza. Un problema particolare può porsi per ipotesi di recesso (che potrebbero essere introdotte dallo statuto), nelle quali presupposto del diritto è una deliberazione non soggetta a iscrizione nel registro delle imprese. In questo caso, posta l'inapplicabilità della regola legale in materia di delibere di modifica dello statuto, occorrerà verosimilmente assimilare la fattispecie ad un « fatto diverso » e quindi ritenere che il termine per l'esercizio dell'*exit* sia di trenta giorni dalla conoscenza (o conoscibilità) dell'evento « deliberativo » che consente il recesso: v. F. ANNUNZIATA (nt. 3), 75 s., sebbene — come correttamente precisa l'Autore citato — in questo caso la conoscibilità dell'evento che legittima il recesso dovrà tenere conto del procedimento assembleare e, in particolare, delle regole in tema di convocazione che se rispettate dovrebbero condurre a ritenere il socio a conoscenza (*rectius*, nella posizione di poter conoscere) dell'evento sin dall'assunzione della deliberazione.

(112) F. ANNUNZIATA (nt. 3), 75; soluzione che appare coerente con i principi generali in termini di conoscenza, quantomeno degli atti recettizi: e si v. S. PUGLIATTI, *Conoscenza*, in *Enc. dir.*, IX, Giuffrè, Milano, 1961, 116 s.

per ogni azionista, dall'effettiva conoscenza di un determinato evento, circostanza di grande rilievo applicativo per l'organizzazione sociale.

Anche seguendo questa impostazione, l'esercizio del diritto potrebbe verificarsi ad una significativa distanza di tempo dall'evento che lo ha legittimato, eventualità che implica un delicato problema in merito all'individuazione del momento al quale la valutazione delle azioni del recedente deve essere riferita, del quale ci si occuperà nel prosieguo ⁽¹¹³⁾.

Si ricorda, infine, che la legge prevede l'inalienabilità e l'obbligo di deposito presso la sede sociale delle azioni per le quali si è esercitato il recesso. La finalità della norma è quella di evitare la dissociazione tra socio che ha esercitato il recesso e soggetto creditore della somma dovuta per la liquidazione delle azioni, che potrebbe essere foriera di comportamenti speculativi non in linea con le finalità dell'istituto; essa inoltre facilita il procedimento di liquidazione, che può richiedere il trasferimento delle azioni ad altri soci o a soggetti terzi ⁽¹¹⁴⁾.

Non sono tuttavia chiari né i termini di decorrenza dei doveri di inalienabilità e deposito, né le conseguenze della loro eventuale violazione. Pare condivisibile l'opinione di chi fa decorrere il divieto di alienazione dalla stessa dichiarazione di recesso, ritenendo nulli — anche in base ad un parallelo con la disciplina prevista dall'art. 2343 c.c. in tema di azioni liberate tramite conferimenti in natura non ancora controllati dagli amministratori — i negozi di trasferimento delle azioni posti in essere in violazione di tale disposizione ⁽¹¹⁵⁾. Lo stesso Autore citato, inoltre, ravvisando nell'obbligo di deposito una regola funzionale all'adempimento del dovere di non cessione delle azioni, correttamente ritiene che esso rappresenta un onere degli azionisti che intendono recedere, il cui adempimento può essere richiesto dagli amministratori anteriormente all'avvio del procedimento di liquidazione delle azioni e che, in caso di inerzia, può causare la decadenza della dichiarazione di recesso ⁽¹¹⁶⁾.

9. Anteriormente alla riforma del diritto societario si è vivacemente dibattuto il problema dell'individuazione del momento nel quale la dichiarazione di recesso esplica i propri effetti determinando la cessazione dello *status socii*, nonché le connesse questioni dell'ammissibilità della revoca

⁽¹¹³⁾ Cfr. *infra*, par. 16.

⁽¹¹⁴⁾ Le finalità dell'obbligo di deposito e del divieto di alienazione sono ben illustrate da F. ANNUNZIATA (nt. 3), 81.

⁽¹¹⁵⁾ F. ANNUNZIATA (nt. 3), 82.

⁽¹¹⁶⁾ Ancora F. ANNUNZIATA (nt. 3), 81 s.

di tale dichiarazione, da un lato, e della deliberazione che legittima il recesso, dall'altro.

Molteplici e divergenti soluzioni erano state proposte, delle quali non è qui possibile dare compiutamente conto. Sia sufficiente ricordare che, da un lato, seppure con diversità di accenti, vi era chi riteneva che il mero ricevimento della dichiarazione del socio da parte della società non avrebbe immediatamente determinato lo scioglimento del vincolo sociale, e che l'azionista avrebbe potuto, sino alla conclusione delle operazioni di rimborso, esercitare — almeno parzialmente — i propri diritti sociali⁽¹¹⁷⁾. Altri stu-

(117) In questo senso è orientato G. GRIPPO (nt. 3), 181 ss., argomentato sulla base di esigenze sia sistematiche, sia applicative. Secondo G. PRESTI (nt. 3), 100 ss., «il recedente conserva lo *status* di socio fino a che le sue azioni non vengano riscattate dalla società o non sia divenuta efficace la delibera di riduzione del capitale mediante annullamento delle stesse» (così a 117, nota 56). Pur con alcuni *distinguo*, nello stesso ordine di idee si esprime F. CHIOMENTI, *Revocabilità delle deliberazioni aventi ad oggetto le modificazioni dell'atto costitutivo di cui all'art. 2437 c.c. in presenza di dichiarazioni di recesso dalla società*, nota a¹Trib. Orvieto, 18 febbraio 1994, in *Riv. dir. comm.*, 1996, II, 414 ss., il quale, premesso che «nelle società per azioni e nella società a responsabilità limitata la caratteristica struttura giuridica capitalistica di questi tipi societari comporta che la posizione di socio è in funzione della partecipazione al capitale sicché il rapporto sociale si costituisce, si modifica o si estingue sulla base della partecipazione» (417), giunge alla conclusione che «l'uscita dalla società, ossia la perdita della qualità di socio, da parte del recedente può verificarsi soltanto o per effetto di una modificazione dell'atto costitutivo la quale riduca il capitale dell'ammontare corrispondente al valore nominale delle azioni o della quota da rimborsare al recedente oppure per effetto del riscatto delle azioni» (418). Ne consegue ulteriormente che, «pendente il recesso» il socio «ha tutti i diritti e i doveri di socio» e «tutte le deliberazioni sociali sono efficaci nei suoi confronti» (419). Anche M. NOTARI, *Commento art. 131* (nt. 3), 1136 ss., part. 1138 ss. pare condividere questa impostazione, sebbene con riferimento alla particolare fattispecie della quale si occupa, nella quale l'operazione che legittima il recesso (fusione o scissione con assegnazione di azioni non quotate) si verifica compiutamente al momento dell'iscrizione nel registro delle imprese degli atti di fusione o scissione, successivamente dunque alla deliberazione e allo scadere del termine per l'esercizio del diritto da parte di soci assenti e dissenzienti. Qualificando come condizione sospensiva dello scioglimento unilaterale del rapporto sociale la stipulazione dell'atto di fusione o scissione, l'Autore citato propone una ricostruzione che consente di conciliare la natura recettizia della dichiarazione di recesso con il mantenimento dello *status socii* sino alla liquidazione della partecipazione, adottando una condivisibile soluzione articolata con riferimento ai diritti esercitabili dal socio recedente nel periodo «intermedio» tra esercizio del recesso. Ritiene infatti Notari che in tale periodo «non siano vanificati in radice i diritti sociali dei soci receduti», ma che piuttosto «[e]ventualmente potrà darsi rilevanza alla circostanza che sia stata comunicata la dichiarazione di recesso, nel valutare le condizioni di esercizio dei singoli diritti che vengono in considerazione di volta in volta. Ad esempio, laddove si tratti di esercitare azioni giudiziali, occorrerà verificare se non sia venuto meno l'interesse ad agire del socio receduto, rispetto al tipo di azione esercitata ed al *petitum* della domanda concretamente avanzata dal socio». A questa lettura della disciplina aderisce anche A. VICARI, *Gli azionisti nella fusione di società*, Giuffrè, Milano, 2004, 339, ove rinviando alle richiamate tesi di

diosi, prendendo le mosse dalla natura unilaterale e recettizia della dichiarazione di recesso, ne sostenevano l'immediata efficacia, ritenendo conseguentemente che « [d]al momento del recesso a quello della riduzione del capitale sociale deliberata dalla dall'assemblea », « i diritti relativi alle azioni non potranno essere esercitati » e « le azioni non verranno contegiate per stabilire i *quorum*, trattandosi di azioni ormai solo formalmente in vita » (118).

Alla soluzione fornita alla questione dell'efficacia del recesso si legava, inoltre, il problema dell'ammissibilità della revoca della dichiarazione di recesso da parte del socio e della deliberazione legittimante il recesso da parte della società, tendenzialmente ammesse dagli autori che collocavano la cessazione dello *status socii* al momento dell'annullamento (o dell'acquisto) delle azioni (119).

Notari, ritiene che « fino al momento del rimborso da parte della società post-fusione dei soci recedenti, questi ultimi possano continuare ad esercitare i diritti sociali nella società originaria (dovendosi, peraltro, comunque tener conto della loro peculiare posizione) ». Questa soluzione, pur avanzata con riferimento all'art. 131 T.U.F., è di attualità in quanto, come si vedrà tra breve nel testo, sulla scorta delle linee interpretative tracciate da Notari pare possibile ricostruire correttamente *anche* la nuova disciplina sul punto.

(118) R. NOBILI-M.S. SPOLIDORO, *La riduzione di capitale*, in G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni. Modificazioni statutarie. Recesso. Riduzione del capitale*, vol. 6*, Utet, Torino, 1998, 440 s. Soluzione intermedia era proposta da F. FERRARA jr.-F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Giuffrè, Milano, 9a ed., 1995, 610 i quali, pur ritenendo che l'estinzione del rapporto sociale si verificasse solo a seguito del rimborso delle azioni (di modo che la dichiarazione di recesso facesse solo sorgere un diritto alla liquidazione del valore della partecipazione), sostenevano la sospensione immediata dei diritti e dei doveri del socio di intervento all'assemblea e di voto, senza tuttavia escludere la possibilità della revoca della deliberazione che legittima il recesso da parte della società, ovvero la sua impugnazione anche da parte dello stesso socio recedente, purché se ne fosse « riservata la facoltà nella dichiarazione di recesso, dovendosi in tal caso il recesso intendere subordinato all'esito negativo della medesima ».

(119) Nel primo senso, per tutti, si v. F. CHIOMENTI (nt. 117), secondo il quale dalla preposizione che « la dichiarazione di recesso non ha di per sé nelle società di capitali efficacia risolutiva del rapporto sociale », consegue « che finché permane il rapporto sociale sia il recedente può revocare la sua dichiarazione di recesso (*omissis*) sia la società può revocare la deliberazione che costituisce il presupposto del (diritto di) recesso » (così a 419 s.). In senso contrario, tuttavia, si erano espresse sia parte della giurisprudenza — e v. proprio la sentenza che Chiomenti commenta criticamente nel lavoro appena citato, Trib. Orvieto, 18 febbraio 1994, 411 ss. (ove si sostiene come « l'intervenuta revoca non abbia alcuna efficacia con riferimento alla posizione del socio receduto il quale, sin dal momento in cui la società ha ricevuto la comunicazione di recesso, non fa più parte della compagine sociale essendone definitivamente uscito » (412) —, sia parte della dottrina — e qui v. L. DE ANGELIS, *Commento a Trib. Orvieto 18 febbraio 1994*, in *Società*, 1994, 1227, che a differenza del Chiomenti concordava con la citata decisione giurisprudenziale. Si v. inoltre G. GRIPPO (nt. 3), 182 s.

La riforma del diritto societario ha risolto, con una precisa opzione legislativa, la questione della revocabilità della delibera che legittima il recesso, prevedendo, all'ultimo comma dell'art. 2437-bis c.c., che « *Il recesso non può essere esercitato e, se già esercitato, è privo di efficacia, se, entro novanta giorni, la società revoca la delibera che lo legittima ovvero se è deliberato lo scioglimento della società* ».

La disposizione, pur affermando la revocabilità della deliberazione, non scioglie in modo univoco i dubbi circa l'efficacia della dichiarazione di recesso e l'esercizio dei diritti sociali del recedente *medio tempore*. L'inciso secondo il quale in caso di revoca il recesso già esercitato « *è privo di efficacia* » potrebbe suggerire che gli effetti del recesso si producano immediatamente ⁽¹²⁰⁾. Questo argomento non è tuttavia decisivo per ricostruire la posizione del socio, in quanto la mancata efficacia potrebbe riferirsi unicamente alla liquidazione della partecipazione e allo scioglimento del vincolo sociale — al quale il socio ha diritto ai sensi del comma 1 dell'art. 2437-ter c.c. —, senza pregiudicare la possibilità di esercitare i diritti sociali nel periodo intercorrente tra dichiarazione e perfezionamento della fattispecie.

A ben vedere, appare preferibile la soluzione — sostenuta dalla dottrina a proposito dell'art. 131 T.U.F. ⁽¹²¹⁾ — secondo la quale la dichiarazione di recesso sarebbe sospensivamente condizionata al verificarsi di uno degli eventi che perfezionano il procedimento, che deve considerarsi fattispecie a formazione progressiva: liquidazione della partecipazione tramite acquisto o annullamento delle azioni, ovvero revoca della delibera o scioglimento dell'ente ⁽¹²²⁾, con la conseguenza che al socio deve essere riconosciuta, *medio tempore*, la facoltà di esercitare i diritti sociali. Secondo tale ricostruzione ⁽¹²³⁾, peraltro, la peculiare posizione del socio « uscente » dall'organizzazione corporativa non sarà priva di rilievo, potendo ad esem-

⁽¹²⁰⁾ Come segnala, pur rigettando tale soluzione, A. PACIELLO, *Commento* (nt. 3), 1119.

⁽¹²¹⁾ M. NOTARI, *Commento art. 131* (nt. 3), 1136 ss., v. la tesi riportata in nota 117.

⁽¹²²⁾ In questo senso, con diversi validi argomenti, cfr. A. PACIELLO, *Commento* (nt. 3), 1120 ss., ove si osserva, ad esempio, che il divieto di alienazione delle azioni *ex art. 2437-bis*, comma 2, c.c., indica che il recesso non produce effetti immediati; nonché che « precludere al socio l'esercizio dei diritti amministrativi e patrimoniali, significa penalizzarlo oltre misura » (1121), anche considerando che l'effettiva uscita dalla società potrebbe intervenire a distanza di tempo anche significativa dalla dichiarazione di recesso, attesa l'eventuale necessità di attendere il decorso del termine per la possibile revoca della deliberazione, nonché la necessità di collocare le azioni secondo la complessa procedura prevista dall'art. 2437-*quater* c.c.

⁽¹²³⁾ M. NOTARI, *Commento art. 131* (nt. 3), 1138.

pio incidere sull'interesse ad agire in un'ipotetica azione di nullità di una deliberazione assembleare ⁽¹²⁴⁾.

A fronte di questa ricostruzione pare necessario riconoscere anche al socio che abbia comunicato la propria intenzione di recedere la facoltà di revocare tale dichiarazione. Il problema delicato riguarda, a questo proposito, il termine ultimo entro il quale tale revoca possa essere esercitata. Secondo i primi commentatori la revoca della dichiarazione di recesso da parte del socio dovrebbe essere possibile «fino a quando non si realizzi il trasferimento delle azioni, e ciò in quanto la disciplina del recesso è posta a presidio del suo interesse a realizzare l'investimento, mentre non ne è rinvenibile altro contrapposto che possa ricevere protezione dall'«indisponibilità» della dichiarazione» ⁽¹²⁵⁾.

Pur riconoscendo la coerenza di questa soluzione, ad avviso di chi scrive si potrebbe dare rilievo all'interesse della società (e degli altri soci) a conoscere con esattezza e in via definitiva la quantità di azioni per le quali il recesso è esercitato, sia per assumere in modo consapevole la decisione in merito all'alternativa tra revoca della delibera, liquidazione della società e liquidazione delle azioni dei recedenti, sia per valutare senza incertezze — e qui ci si riferisce a soci e terzi nell'ambito del procedimento di rimborso delle azioni previsto dall'art. 2437-*quatèr* c.c. — se e quante azioni offerte in opzione acquistare. Tenendo conto di questo interesse, pare preferibile collocare il termine ultimo per la revoca delle dichiarazioni di recesso da parte dei soci in coincidenza con il termine previsto per le stesse dichiarazioni di recesso (ossia quindici giorni dall'iscrizione della deliberazione che legittima il recesso nel registro delle imprese o trenta giorni dalla conoscenza, da parte del socio, di un diverso fatto che consente il recesso).

La ricostruzione proposta trova autorevole conforto in una recente decisione della Suprema Corte, che pur relativa alla previgente disciplina pare estensibile all'attuale contesto normativo ⁽¹²⁶⁾. Afferma infatti la Cassazione

⁽¹²⁴⁾ E si pensi, oltre all'esempio proposto da Notari (v. nota precedente) in merito alla possibile carenza di interesse ad agire ai fini dell'impugnazione di deliberazioni assembleari, all'eventualità che possa ravvisarsi un comportamento abusivo ed emulativo del socio che, pur destinato ad uscire dalla società sulla base di una valutazione delle azioni cristallizzata ad un momento precedente la delibera che ha legittimato il recesso, partecipi ad assemblee successive al momento nel quale la società ha definitivamente e irrevocabilmente scelto l'opzione della liquidazione della partecipazione (che tuttavia non è ancora stata attuata), ostacolando l'adozione di delibere favorevoli alla società e alla rimanente compagine sociale.

⁽¹²⁵⁾ A. PACIELLO, *Commento* (nt. 3), 1121.

⁽¹²⁶⁾ Cass., 19 marzo 2004, n. 5548, in *Società*, 2004, 1364 ss.

che «l'atto di recesso, *almeno a partire dal momento in cui sono scaduti i termini per eventuali analoghe dichiarazioni di altri soci assenti o dissenzienti dalla medesima deliberazione, non è suscettibile di revoca né può essere subordinato a condizioni che ne rendano incerti nel tempo gli effetti. Ciò in quanto (benché sia condivisibile l'opinione di chi reputa perdurante la qualità di socio del receduto fino al momento in cui sia concluso il procedimento di liquidazione e rimborso della quota) la rigorosa limitazione normativa del brevissimo termine entro cui il recesso è consentito — come la più attenta dottrina ha posto in evidenza — denota il chiaro intento del legislatore di privilegiare l'esigenza di certezza e di rapida definizione degli assetti societari interessati da un simile fenomeno*» ⁽¹²⁷⁾ ⁽¹²⁸⁾.

Sul piano interpretativo, infine, l'ultimo comma dell'art. 2437-bis c.c. lascia aperta la questione dell'individuazione del termine *a quo* dei novanta giorni consentiti dalla legge per la revoca della deliberazione che ha aperto le porte al recesso da parte della società. Pur non essendo specificato dalla legge, la soluzione migliore pare che esso decorra dallo spirare del termine di decadenza per le dichiarazioni di recesso, che la legge colloca — come già ricordato — in quindici giorni dall'iscrizione nel registro delle imprese della delibera ⁽¹²⁹⁾.

10. Prima di procedere alla disamina dei criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso, è necessaria una breve premessa relativa al collocamento di tali disposizioni nel complesso coacervo di interessi contrastanti al centro del quale si trova il diritto di recesso. Si tratta di considerazioni essenziali quale sfondo sul quale affrontare i principali problemi interpretativi attinenti la valutazione della partecipazione del socio receduto.

Da questo punto di vista, si deve subito rilevare che la nuova disciplina contempera in modo profondamente differente rispetto al passato gli interessi del socio che intende recedere, della società, degli altri soci e dei creditori della società. Come chiaramente indicano sia la legge delega ⁽¹³⁰⁾, sia

⁽¹²⁷⁾ Cass., 19 marzo 2004, n. 5548 (nt. 126), 1366, corsivo aggiunto.

⁽¹²⁸⁾ Si segnala, inoltre, a fronte della possibilità di recesso «parziale», la questione dell'ammissibilità di una revoca «parziale» del recesso, questione che pare risolvibile in senso affermativo, non ravvisandosi alcun interesse indisponibile offeso da tale opzione.

⁽¹²⁹⁾ È la soluzione chiaramente indicata da A. PACIELLO, *Commento* (nt. 3), 1119, che ricorda anche le uniche possibili alternative a questa soluzione, peraltro rigettandole. Nello stesso senso F. ANNUNZIATA (nt. 3), 89, secondo il quale «il termine va computato a partire dal giorno in cui è decorso il termine per l'esercizio del recesso».

⁽¹³⁰⁾ V. art. 4, comma 9, lett. d), che prevedeva la revisione della «disciplina del recesso, prevedendo che lo statuto possa introdurre ulteriori fattispecie di recesso a tutela del so-

la Relazione al d.lgs. 6/2003 ⁽¹³¹⁾, si è passati da un sistema nel quale il recesso era considerato rimedio di ultima istanza a tutela della posizione dei soci di minoranza a fronte del potere della maggioranza, che comportando verosimilmente la riduzione del capitale sociale era sostanzialmente « scoraggiato » per timore che ne risultassero offese le ragioni dei creditori; ad un sistema nel quale il recesso rappresenta un modo per liberarsi dal legame corporativo se non fisiologico, almeno più comune: una tecnica di disinvestimento alternativa alla cessione delle azioni sul mercato, disponibile a fronte di un ampio numero di presupposti, e che prevede criteri di liquidazione delle azioni non più penalizzanti ma, almeno da un certo punto di vista, « concorrenziali » — o, meglio, « *fair* » — rispetto alla possibilità di venderle sul mercato.

La « rivoluzione » operata dal legislatore non ha ignorato le esigenze di tutela dei creditori, la cui protezione è stata tuttavia spostata, per così dire, dall'*an* e dal *quantum* del diritto di recesso, al suo *quomodo*. Sono infatti cadute, almeno in parte, le precedenti restrizioni ai presupposti del recesso e alla valutazione della partecipazione del recedente, mentre si è introdotto un procedimento di liquidazione della stessa volto a limitare l'impatto del recesso sulla consistenza patrimoniale della società. È così previsto il collocamento delle azioni dei soci recedenti agli altri soci o a terzi; se tale collocamento non va interamente a buon fine la società stessa può acquistare le azioni di chi esercita l'*exit*; infine, ma solo se nemmeno l'acquisto di azioni proprie sia praticabile a causa dell'assenza di utili o riserve disponibili, è consentito procedere alla riduzione del capitale sociale. Per esplicita scelta del legislatore, che ha in questo modo risolto un precedente dubbio ermeneutico, a tale riduzione si deve applicare l'art. 2445 c.c. ⁽¹³²⁾ e, nel caso in

cio dissenziente, anche per il caso di proroga della durata della società; individuare in proposito criteri di calcolo del valore di rimborso adeguati alla tutela del recedente, salvaguardando in ogni caso l'integrità del capitale sociale e gli interessi dei creditori sociali».

⁽¹³¹⁾ Il § 9 della Relazione parla del recesso come di « estremo, ma efficace mezzo di tutela del socio avverso cambiamenti sostanziali dell'operazione cui partecipa ».

⁽¹³²⁾ Risolvendo così una delicata questione interpretativa, ampiamente discussa nel vigore della precedente disciplina: per una sintetica e chiara ricostruzione dei termini del dibattito v. R. NOBILI-M.S. SPOLIDORO (nt. 118), 435 ss., i quali sostenevano che la riduzione del capitale sociale finalizzata a liquidare la partecipazione del recedente non rappresentava una riduzione « facoltativa », essendo la società tenuta alla liquidazione delle azioni, escludendo così l'applicabilità dell'art. 2445 c.c. alla fattispecie considerata e, quindi, la possibilità di opposizione dei creditori. In senso contrario, sulla scorta dell'argomento che la società avrebbe potuto optare per l'acquisto delle azioni anziché procedere alla riduzione del capitale, v. F. FEN- GHI, *La riduzione del capitale*, Giuffrè, Milano, 1974, 125. Si ricorda peraltro che gli Autori che sostenevano la possibilità dell'opposizione dei creditori, ritenendo che essa impedisse il

cui l'eventuale opposizione dei creditori sociali sia accolta, la società si scioglie⁽¹³³⁾. Questo sintetico *excursus* sulla liquidazione delle azioni del socio recedente conferma che la tutela del patrimonio aziendale e della posizione dei creditori sociali è affidata più alle modalità di rimborso delle azioni che alla limitazione delle ipotesi di recesso e alle condizioni economiche dell'*exit*.

Il cambiamento di prospettiva è così radicale da aver indotto la dottrina ad assimilare il «nuovo diritto di recesso» ad un'opzione di vendita⁽¹³⁴⁾; opzione — peraltro — il cui «prezzo» di esercizio *non* è «figlio

rimborso del socio tramite riduzione del capitale sociale, si distinguevano coloro i quali sostenevano che la società dovesse soddisfare il recedente tramite riscatto delle azioni (così Fenghi nel lavoro citato poco sopra, a 119, nota 24) — salvo che, in assenza di fondi utilizzabili per tali operazioni, il socio avrebbe dovuto rimanere in società «accettando» le modifiche statutarie che avrebbero altrimenti consentito il recesso —; e coloro i quali, considerando preminente la posizione del socio e necessario tutelare il diritto soggettivo al recesso, concludevano che gli amministratori della società fossero tenuti a non «dare esecuzione, a pena di grave irregolarità *ex art. 2409 c.c.*, alla delibera con cui si era cambiato l'oggetto, il tipo sociale o trasferita la sede all'estero» (G. PRESTI (nt. 119).

⁽¹³³⁾ Soluzione criticata, in quanto ritenuta eccessivamente rigorosa e inefficiente da A. PACIELLO, *Commento* (nt. 3), 1137 s., che ne lamenta la maggiore severità rispetto alle conseguenze dell'opposizione alla riduzione volontaria di capitale sociale *ex art. 2445 c.c.*, osservando che tale strumento attribuisce un potere negoziale troppo forte ai soci di minoranza per contrastare operazioni sociali sgradite. Ma quali avrebbero potute essere le soluzioni alternative in caso di accoglimento dell'opposizione compatibili con la conservazione dell'ente societario? Evidentemente una delle due: o che l'accoglimento dell'opposizione rendesse inefficace il recesso, imponendo al socio la modifica statutaria senza possibilità di ricorrere all'*exit* o, più verosimilmente, tenendo conto dell'*art. 2445 c.c.*, che l'accoglimento dell'opposizione rendesse inefficace la modifica statutaria legittimante il recesso, imponendo così alla società di rinunciare ad operazioni eventualmente ritenute essenziali. Entrambe le soluzioni sollevano non trascurabili problemi applicativi (ancora più severi nel caso in cui il recesso fosse legittimato non da una deliberazione di modifica del contratto sociale, bensì da un fatto differente), senza contare che si dubita che tali soluzioni alternative siano necessariamente maggiormente efficienti dello scioglimento. Si deve peraltro ricordare, da questo punto di vista, che la diversa soluzione prevista dall'*art. 2445 c.c.* a fronte dell'opposizione dei creditori è possibile proprio perché, in quel caso, non si assiste ad una inconciliabile contrapposizione — secondo la valutazione del legislatore — tra diritto del singolo socio a non subire una determinata modificazione statutaria e diritto della maggioranza di disporre delle sorti del contratto sociale. Infine, si noti che i soci possono in ogni momento decidere lo scioglimento della società, senza che i creditori possano imporre una «continuazione» dell'attività d'impresa. Nel caso in esame, quindi, i creditori potranno valutare se, alla luce della situazione complessiva, sia nel loro interesse proporre opposizione al rimborso delle azioni tramite riduzione del capitale sociale, con la possibile conseguenza dello scioglimento dell'ente.

⁽¹³⁴⁾ Si v. P. SPADA, *Relazione di sintesi*, in C. MONTAGNANI (a cura di), *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Giuffrè, Milano, 2004, 272, che osserva come le operazioni previste dalla sequenza dell'*art. 2437-quater c.c.* hanno i caratteri dell'opzione di vendita, rispetto

del mercato»⁽¹³⁵⁾, bensì determinato *ex lege* o, quantomeno, calcolato secondo un criterio prefissato dallo statuto. Senza necessità di entrare nel merito di tale qualificazione, condivisibile con alcune precisazioni⁽¹³⁶⁾, è significativa la stessa circostanza che per descrivere — e interpretare — l'istituto si invochi una categoria, quale quella dell'opzione di vendita, certamente non adatta a cogliere le caratteristiche del recesso nel sistema anteriore alla riforma del 2003.

Pur non anticipando questioni attinenti il procedimento di liquidazione delle azioni che saranno affrontate nel prosieguo⁽¹³⁷⁾, si devono concludere queste notazioni rimarcando nuovamente che, dal punto di vista della tutela dei creditori, il legislatore ha posto l'accento, più che sulla limitazione delle ipotesi di recesso e sulla previsione di criteri di liquidazione delle azioni «prudenziali», sul *procedimento* di liquidazione. Questo rilievo, che ha come conseguenza quella di non far dipendere interamente dalla quantificazione del valore delle partecipazioni sociali la protezione dei creditori, è di

alla quale indica le analogie; nonché G. DE NOVA (nt. 3), 330, dove si legge che «all'interprete civilista la nuova disciplina non appare più la disciplina dello scioglimento del socio da un vincolo contrattuale per il futuro (e dunque una disciplina del recesso), bensì la disciplina di un diritto di opzione di vendita: il socio che ebbe ad acquisire la titolarità di tante azioni sa che non soltanto potrà venderle in tutto o in parte ad un acquirente terzo che sarà riuscito a trovare per un prezzo che sarà riuscito a concordare, ma — a certe condizioni, talora potestative — potrà ottenere il *fair value* delle sue azioni — in tutto o in parte — in base alla disciplina legale e statutaria che stiamo esaminando. Dunque disciplina di un diritto di *put*, più che di un diritto di recesso».

⁽¹³⁵⁾ La citazione è tratta dallo studio di G. IUDICA, *Il prezzo nella vendita delle partecipazioni azionarie*, in questa *Rivista*, 1991, 757, al quale si rinvia per un approfondimento sulle questioni giuridiche, sistematiche e applicative, poste dal rapporto tra «prezzi» e «valori» nei trasferimenti di partecipazioni sociali intese come beni «di secondo grado».

⁽¹³⁶⁾ Si ritiene, infatti, che il socio abbia il diritto di vedere le proprie azioni acquistate dalla società ai sensi dell'art. 2437-*quater*, comma 5, c.c., se e nella misura in cui i precedenti tentativi di collocamento (agli altri soci e a terzi) non sono andati a buon fine e a condizione che sussistano utili e riserve disponibili; in caso contrario egli avrà sempre diritto alla liquidazione della propria partecipazione (ai sensi del comma 1 dell'art. 2437-*ter* c.c.), ma tramite la riduzione del capitale sociale — o a seguito di scioglimento dell'ente, secondo quanto disposto dall'ultimo comma dell'art. 2437-*quater* c.c. Il socio, al contrario, non ha alcun diritto di vendere le proprie azioni agli altri soci o ai terzi. Sono se mai i soci restanti che, in forza del procedimento legale di liquidazione, hanno una vera e propria opzione di acquisto, alla quale gli amministratori sono tenuti a dare corso tramite offerta da depositare presso il registro delle imprese entro quindici giorni dalla determinazione definitiva del valore delle azioni.

⁽¹³⁷⁾ Tale materia, oltre ad essere esaminata, in alcuni suoi aspetti, al par. 25, è richiamata nel corso della trattazione ove necessario per risolvere questioni interpretative attinenti i criteri di valutazione delle azioni.

notevole importanza, ad avviso di chi scrive, per risolvere alcune questioni interpretative che saranno affrontate nelle prossime pagine.

D'altro lato, come si è già avuto occasione di osservare ⁽¹³⁸⁾ e come si tornerà a discutere tra breve, la tutela dei soci esistenti a fronte della possibilità di modificare i criteri di liquidazione delle azioni è assicurata — almeno in parte — dalla nuova ipotesi di recesso prevista proprio a fronte dell'esercizio di tale *ius variandi* dall'art. 2437, comma 1, lett. f), c.c. Da questa seconda considerazione discende che, anche nella prospettiva della protezione degli azionisti, è certamente meno giustificabile che in passato un atteggiamento interpretativo restrittivo rispetto al ruolo dell'autonomia statutaria nella previsione di regole di valorizzazione delle azioni alternative a quelle legali.

11. La legge affida, in prima battuta e salvo contestazioni, la determinazione del valore delle azioni del socio che recede agli amministratori. Si tratta di una competenza che, non essendo elencata tra quelle non delegabili previste dall'art. 2381 c.c., può essere attribuita ad un organo delegato, eventualmente anche istituito *ad hoc*. La determinazione del valore richiede l'acquisizione del parere, non vincolante, dell'organo di controllo e del soggetto incaricato della revisione contabile.

Con riferimento alle azioni non quotate, la portata innovatrice della disciplina riguarda la circostanza che il valore non deve più essere calcolato « *in proporzione del patrimonio sociale risultante dal bilancio dell'ultimo esercizio* », criterio la cui inadeguatezza era stata più volte denunciata dalla dottrina ⁽¹³⁹⁾, bensì deve tenere conto « *della consistenza patrimoniale*

⁽¹³⁸⁾ Cfr. *supra*, par. 3.

⁽¹³⁹⁾ Ad indicazione dell'insoddisfazione, nella prospettiva di tutela dell'azionista recedente, del previgente criterio di quantificazione del valore delle azioni, si ricordano le suggestive argomentazioni, anteriori all'entrata in vigore del d.lgs. 127/1991, proposte da G.B. PORTALE, *I bilanci straordinari delle società per azioni*, in questa *Rivista*, 1978, 305 ss., secondo il quale il recesso avrebbe potuto rappresentare una « speciale ragione » per la disapplicazione delle regole in materia di valutazione « prudenziale » previste dalla disciplina civilistica del bilancio d'esercizio e per la redazione di un bilancio straordinario sulla base del quale si sarebbe dovuto liquidare la partecipazione del recedente a valori « rivalutati » (329). Anche E. SIMONETTO, *I bilanci*, Cedam, Padova, 1972 (ristampa anastatica dell'edizione 1967), 318 ss., aveva sostenuto la possibilità di integrare con plusvalenze latenti i valori contabili emergenti dal bilancio per liquidare la partecipazione del recedente. Questi tentativi, respinti da altra dottrina e dalla giurisprudenza (e si v., anche per riferimenti bibliografici, G. GRIPPO (nt. 3), 188 ss.; P.G. JAEGER, *Deroghe alle valutazioni « legali » di bilancio in presenza di « speciali ragioni »*, in *Giur. comm.*, 1974, 21; M. NOTARI, *Commento art. 131* (nt. 3), 1142, ove si ritiene « inammissibile il ricorso alla deroga dei criteri di valutazione per un motivo legato ad esigenze

della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni »⁽¹⁴⁰⁾. Si tratta, già ad una prima lettura, di un cri-

sogettive di alcuni soci»), testimoniano la consapevolezza degli studiosi circa l'inadeguatezza del criterio di legge a consentire una equa *exit* dell'azionista. Sulla disapplicazione obbligatoria delle disposizioni in materia di bilancio di esercizio prevista dal comma 4 dell'art. 2423 a seguito dell'entrata in vigore del d.lgs. n. 127 del 1991 sia consentito rinviare, anche per riferimenti bibliografici, a M. VENTORUZZO, *La disapplicazione obbligatoria delle disposizioni sul bilancio*, in L.A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina giuridica del bilancio d'esercizio*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2001, 73 ss. Non era peraltro mancato chi aveva avanzato dubbi di costituzionalità sul criterio di liquidazione delle azioni previsto dall'art. 2437 c.c. (S. Fortunato, *Bilancio e contabilità d'impresa in Europa*, Cacucci, Bari, 1993, 203): ma v. Cass., 10 settembre 1974, n. 2454, in *Riv. dir. comm.*, 1975, II, 134 ss., con nota di G. FERRI, *Recesso del socio e speciali ragioni di deroga ai criteri legali di valutazione nel bilancio d'esercizio*, *ivi*. Espressione di questa stessa crescente insoddisfazione era la tesi di M. TRONTI, *In tema di rimborso delle azioni al socio che recede da una società per azioni*, in *Contr. impr.*, 1996, 438, secondo il quale il tenore letterale dell'art. 2437 c.c. imponeva unicamente un riferimento al momento al quale la valutazione doveva essere effettuata, ma non vincolava al rispetto dei dati contabili, tesi peraltro correttamente respinta da M. NOTARI, *Commento art. 131* (nt. 1142).

⁽¹⁴⁰⁾ Il criterio ricorda il cosiddetto «*Delaware block method*» adottato dalla giurisprudenza statunitense a partire dagli anni Ottanta per la valutazione delle azioni del socio in caso di *appraisal* a fronte del dissenso rispetto ad un'operazione di fusione (l'*appraisal right* si distingue dal diritto di recesso in quanto implica semplicemente l'acquisto delle azioni del socio dissenziente da certe operazioni societarie — quali in primo luogo fusioni — da parte della società a un «*fair price*»). Ricordano infatti J.D. COX-T.L. HAZEN (nt. 19), 1379, (ai quali si rinvia anche per una generale introduzione ai cosiddetti «*dissenters' rights*», tra i quali si colloca il diritto di *appraisal*), che «[i]n determining the adequacy of particular appraisal prices, many courts, being influenced by the reasoning of earlier Delaware decisions, have used a weighted average of four values: (1) asset value, (2) market value, (3) earnings value, and (4) dividend value, with the relative weight to be decided according to all of the surrounding circumstances». Questo stesso metodo, che viene introdotto nel nostro diritto societario come importante novità, è ormai considerato eccessivamente rigido e frequentemente superato dalla giurisprudenza americana, a favore di metodi ancor più innovativi quale, in primo luogo, l'attualizzazione dei flussi di cassa o i metodi dei moltiplicatori (sui quali v. *infra*, par. 22). Si v., in questo senso, *Ronald v. 4-c's Elec. Packaging, Inc.*, 214 Cal. Rptr. 225 (Cal. Ct. App. 1995), ove si avalla l'uso dei moltiplicatori «*price-earnings*»; *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983), ove si ritiene ammissibile, per la valutazione delle azioni, ogni metodo di generale accettazione nella comunità finanziaria.

Si deve peraltro svolgere una considerazione che sarà ripresa nel prosieguo (v. parr. 15 e 22). In caso di obbligo di offerta residuale (art. 108 T.U.F.), ulteriore ipotesi di «*exit*» prevista dalla legge, nell'ambito della disciplina delle società quotate, a fronte dell'acquisto da parte di un unico soggetto (o di soggetti che agiscono di concerto) di una partecipazione superiore al novanta per cento, il criterio per la determinazione del prezzo al quale l'offerta deve essere effettuata disciplinato dall'art. 50 del Regolamento Emittenti Conob presenta significative analogie con quello previsto per il caso del recesso. Prevede infatti il comma 3 della disposizione regolamentare citata, che la Consob determina il prezzo dell'offerta residuale «tenendo conto, tra l'altro, dei seguenti elementi: a) corrispettivo di un'eventuale

terio che si differenzia profondamente da quello previgente, non essendo basato su valori contabili storici (che, almeno in ipotesi fisiologiche, sotto-stimano il valore della partecipazione a svantaggio del recedente)⁽¹⁴¹⁾, bensì su valori « attuali » discendenti dall'applicazione di appropriati me-

offerta pubblica precedente; b) prezzo medio ponderato di mercato dell'ultimo semestre; c) patrimonio netto rettificato a valore corrente dell'emittente; d) andamento e prospettive reddituali dell'emittente». Gli evidenti punti di contatto esistenti tra tale criterio e quello previsto per la valorizzazione delle azioni non quotate in caso di recesso consente di prendere spunto, come si avrà occasione di verificare, dall'esperienza della Commissione nell'applicazione del criterio in esame per risolvere alcuni dubbi interpretativi posti dalla nuova disciplina.

⁽¹⁴¹⁾ Si v., tuttavia, L.A. BIANCHI (nt. 6), 228 ss. che nel vigore della precedente disciplina del recesso si era espresso a favore dell'ammissibilità, anche nelle società per azioni non quotate, di criteri di valutazione della partecipazione del socio recedente a « valori correnti », argomentando tale posizione sulla scorta della differenza di trattamento che altrimenti ne sarebbe derivata tra azionisti di società non quotate e quotate (nelle quali ultime, anche prima della riforma del diritto societario, le azioni dovevano essere valorizzate in base al prezzo medio dell'ultimo semestre), nonché tra società per azioni e società di persone. Scrive, infatti, l'Autore citato, che « [u]na diversa soluzione verrebbe infatti a ritagliare un regime "rigoristico" e sostanzialmente discriminatorio per il recesso da una s.p.a. non quotata rispetto a quello che è stato previsto dal medesimo legislatore per la liquidazione del socio che recede da una società di persone ovvero da una s.p.a. quotata, senza che tale diversità di trattamento appaia fondata, a nostro parere, su convincenti motivazioni e giustificazioni, teoriche ma, soprattutto, pratiche » (228). Nello stesso senso G. FERRI Jr., *Investimento e conferimento*, Giuffrè, Milano, 2001, 163; si v., inoltre, M. TRONTI (nt. 3), 419 ss., che giungeva ad affermare, anteriormente alla riforma, l'applicabilità dei criteri previsti dall'art. 2289 c.c. in tema di recesso nelle società di persone alla valutazione delle azioni del socio recedente (che sarà quindi « calcolato con riferimento ai valori effettivi del patrimonio (compreso l'avviamento) e non ai valori di libro », 445), differenziandosi solo il momento al quale riferire l'individuazione del patrimonio oggetto di stima (« che nelle società di persone è quello di cui la società dispone al momento in cui si verifica lo scioglimento mentre nelle società di capitali non quotate è il patrimonio di cui la società disponeva alla chiusura dell'ultimo bilancio », 444). A conferma dell'opportunità di adottare criteri non penalizzanti e volti alla determinazione di un valore « effettivo » si v. la rassegna comparatistica svolta sempre da L.A. BIANCHI (nt. 6), 228 ss., che tiene conto delle esperienze tedesca, statunitense e francese. Si ricorda peraltro, che proprio facendo leva sulla disparità di trattamento e sul pregiudizio che avrebbero subito i soci di società per azioni non quotate in caso di recesso nel previgente regime, autorevole dottrina aveva addirittura sollevato un dubbio di costituzionalità della norma, quantomeno nel caso in cui si fosse esclusa l'ammissibilità di una rivalutazione *ad hoc* ai fini del recesso (G.B. PORTALE, *Parere « pro veritate »*, in *Processi civili*, 1972, 190; *contra* v. però P.G. JAEGER, *Deroghe alle valutazioni « legali » di bilancio in presenza di « speciali ragioni »* (art. 2425, *ult. cpv.*, c.c.), in *Giur. comm.*, 1974, I, 3 ss.). G. PRESTI (nt. 3), 112 ss., pur rilevando (criticamente) la differenza di trattamento tra titolari di azioni quotate e non quotate, non ritiene di poter trarre da tale considerazione argomenti interpretativi per giungere, nella previgente disciplina, a una soluzione diversa rispetto alla valorizzazione delle azioni non quotate a valori storici.

todi di valutazione e tenendo conto di dati prospettici e di mercato⁽¹⁴²⁾. La soluzione non è inedita *de iure condendo*: il cosiddetto progetto di riforma De Gregorio degli anni Sessanta già prevedeva che « il valore delle azioni non quotate in borsa da rimborsare ai soci recedenti è determinato dagli amministratori con l'approvazione dei sindaci in base al valore del patrimonio sociale »⁽¹⁴³⁾. Se, tuttavia, i nuovi criteri appaiono meglio rispondere all'esigenza di giungere alla determinazione di un « *fair value* » della partecipazione per la quale è esercitato il recesso, essi non mancano di sollevare inediti problemi interpretativi e applicativi.

Occorre in primo luogo osservare che la valutazione consente notevoli margini di discrezionalità agli amministratori, ai quali è semplicemente richiesto di « tenere conto » di tre elementi: consistenza patrimoniale, prospettive reddituali ed eventuale valore di mercato; si tratta di espressioni che, come meglio si vedrà in appresso, evocano l'applicazione (congiunta) di diversi metodi di valutazione: di tipo « patrimoniale », « reddituale » e « basati sui prezzi di mercato »⁽¹⁴⁴⁾.

Gli amministratori possono attribuire pesi differenti ai valori determinati in base a tali criteri, in funzione delle circostanze del caso: ad esempio, la disponibilità di prezzi delle azioni più o meno significativi potrebbe indurre a riconoscere maggior o minor rilievo al riferimento ai valori di mercato. La necessità di tenere conto dei tre elementi di giudizio indicati non implica certamente l'obbligo di attribuire uguale rilievo a tutti e tre, potendosi dare casi nei quali non risulti economicamente corretto ad esempio, dare rilievo alle prospettive reddituali, o ad una misura patrimoniale del

⁽¹⁴²⁾ La Relazione al d.lgs. 6/2003 sottolinea, in sede di commento all'art. 2437-ter, questo aspetto precisando che il riferimento alla « consistenza patrimoniale » indica « la non vincolatività dei dati contabili ». È appena il caso di notare che il — *rectius*, « un » — bilancio, pur adattato alle specifiche esigenze della valutazione, rappresenterà comunque « un ineludibile punto di partenza del processo valutativo » (F. ANNUNZIATA (nt. 3), 93). Il procedimento di stima delle azioni, più precisamente, si baserà su un documento contabile « analogo ai prospetti che gli amministratori devono predisporre ai fini della determinazione del sovrapprezzo di emissione delle azioni nelle ipotesi di esclusione o limitazione del diritto di opzione, ovvero del rapporto di cambio in sede di fusione » (S. MASTURZI (nt. 3), 144 s.).

⁽¹⁴³⁾ Come ricorda G. FERRI, *Recesso del socio e speciali ragioni di deroga ai criteri legali di valutazione nel bilancio d'esercizio*, nota a Corte cass., 10 settembre 1974, n. 2454, in *Riv. dir. comm.*, 1975, II, 139 s. Si v. S. SCOTTI CAMUZZI (a cura di), *La riforma delle società di capitali. Progetti e documenti*, Giuffrè, Milano, 1966, 51 e ss.

⁽¹⁴⁴⁾ Sui margini di discrezionalità dei valutatori nell'applicazione di diversi criteri estimativi, e sulle modalità per calcolarli e, eventualmente, esplicitarli (fornendo così ai soggetti fruitori delle stime la possibilità di soppesarne l'attendibilità), si v. G. ZANDA-M. LACCHINI-T. ONESTI, *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, IV ed., 2001, 494 ss.

valore del capitale investito: basti pensare a particolari situazioni nelle quali manchino dati affidabili per una ragionevole stima dei flussi di ricchezza futura generati dall'impresa (come in ipotesi di società neocostituita), o a casi nei quali la mera dimensione patrimoniale non è significativa per la determinazione del valore dell'azienda (ad esempio, imprese operanti in settori *high tech* il cui patrimonio è rappresentato quasi esclusivamente da alcuni brevetti iscritti in bilancio a costi storici). In una siffatta situazione gli amministratori potranno decidere che, nella ponderazione dei tre elementi dei quali è necessario tenere conto, ad uno (o a due) di essi occorra attribuire un rilievo pressoché nullo⁽¹⁴⁵⁾.

Deve tuttavia essere chiaro che, in applicazione del criterio legale, gli spazi di discrezionalità riconosciuti nella valutazione delle azioni non possono essere utilizzati in modo arbitrario, essendo ovviamente funzionali alla individuazione di un valore « veritiero », ossia determinato in ragione di un procedimento razionale ed economicamente corretto, trattandosi di discrezionalità « tecnica » necessaria per calcolare il « *fair value* » della partecipazione. Tale obiettivo deve essere perseguito, ove possibile, anche in applicazione di criteri statutari eventualmente introdotti in deroga a quelli legali, fermo restando che in questo caso la discrezionalità degli amministratori sarà circoscritta entro i (diversi) confini fissati dal contratto sociale.

(145) Ci si potrebbe peraltro chiedere se i margini di flessibilità consentiti dal criterio legale previsto dall'art. 2437-ter, comma 2, c.c., siano ancora più ampi e se i tre valori « di riferimento » indicati dall'art. 2437-ter, comma 2, c.c., debbano necessariamente essere considerati gli *unici* ai quali gli amministratori possano ricorrere per la stima del valore in base al criterio legale. La circostanza che se ne debba « tenere conto », se esclude la possibilità di ignorarli, potrebbe non impedire che a tali elementi di giudizio se ne affianchino altri. Dal punto di vista lessicale, infatti, « tenere conto » implica un giudizio composito, basato — se opportuno o necessario — su diversi criteri di valutazione: non sarebbe del tutto incompatibile con il tenore della norma ritenere che il legislatore individui tre elementi (consistenza patrimoniale, prospettive reddituali ed eventuale valore di mercato delle azioni) che devono necessariamente essere considerati, ma che tali elementi di giudizio possano essere utilmente integrati. Potrebbe confortare questa lettura la circostanza che il comma seguente, disciplinando la valutazione delle azioni quotate, si premura di specificare che essa debba fare « *esclusivo* » riferimento ai prezzi di mercato, dunque senza « *tenere conto* » di altri elementi. Nonostante queste considerazioni, riportate per dovere di completezza, una soluzione che consenta agli amministratori di tenere conto anche di valori determinati in base a criteri differenti rispetto a quelli indicati dalla legge non sarebbe accettabile. Pare infatti preferibile la tesi secondo la quale il legislatore intende, in assenza di un'esplicita opzione statutaria, fornire criteri flessibili ma ritenuti corretti per giungere ad una attendibile determinazione del valore delle azioni. Ampliare ulteriormente i margini di libertà consentiti agli amministratori (che, come si vedrà, nell'applicazione del criterio legale sono tutt'altro che ristretti), condurrebbe a una sostanziale indeterminatezza del criterio legale di valutazione e potrebbe risultare penalizzante per il socio.

Ciò posto, per gettare luce sul significato dei tre elementi di giudizio indicati dal criterio legale, occorre fare appello agli studi — che nel nostro Paese hanno ormai una solida tradizione accademica — sulla valutazione delle aziende⁽¹⁴⁶⁾. Il rinvio alla scienza e alla prassi aziendali è necessario per dare contenuto alle sintetiche, e altrimenti elusive, formule utilizzate dalla legge di «consistenza patrimoniale», «prospettive reddituali» ed «eventuale prezzo di mercato delle azioni»⁽¹⁴⁷⁾. Nelle pagine seguenti si cercherà, dunque, di proporre una lettura del criterio legale di valutazione delle azioni rispettosa del tenore delle nuove disposizioni normative, ma anche compatibile con i principi di valutazione elaborati dall'economia d'azienda.

12. Il primo termine di riferimento del procedimento valutativo previsto dal comma 2 dell'art. 2437-ter c.c. è rappresentato dalla «consistenza patrimoniale» della società: abbandonato il criterio, tendenzialmente penalizzante per il recedente, della proporzione con il patrimonio netto risultante dal bilancio dell'ultimo esercizio, si introduce un elemento che evoca i cosiddetti metodi di valutazione dell'azienda di tipo «patrimoniale». Si tratta di metodi in base ai quali il valore del «capitale economico» è determinato partendo dalle singole attività e passività che compongono l'azienda sociale, opportunamente (ri)valutate rispetto ai valori di libro⁽¹⁴⁸⁾.

⁽¹⁴⁶⁾ Nella letteratura aziendalistica italiana, si v. L. GUATRI, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 1998; v., ora, la recentissima e profondamente rinnovata edizione, pubblicata quando il presente lavoro era in bozza di stampa, L. GUATRI-M. BINI, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, Egea, Milano, 2005; G. ZANDA-M. LACCHINI-T. ONESTI (nt. 144). Che si tratti della valutazione di un'azienda, che pure deve — come si vedrà tra breve — successivamente condurre alla determinazione del valore delle singole azioni, non vi sono dubbi.

⁽¹⁴⁷⁾ È appena il caso di segnalare al lettore che la trattazione seguente, svolta tenendo conto di studi aziendalistici, richiederà frequentemente l'utilizzo di termini che, da un punto di vista giuridico ed economico non hanno un significato coincidente o, addirittura, non sono utilizzati nell'uno o nell'altro campo di studio. Sebbene si cercherà di definire i termini, mutuati dall'economia aziendale, per i quali non è possibile fare appello ad una precisa definizione giuridica, si deve segnalare che la materia impone frequenti interazioni, anche terminologiche, tra le due prospettive, come peraltro indica lo stesso tenore dell'art. 2437-ter c.c. che, come si vedrà nel prosieguo, ricorre ad espressioni prettamente aziendalistiche, quale il riferimento al concetto di «reddito».

⁽¹⁴⁸⁾ L. GUATRI (nt. 146), 211 ss.; L. GUATRI-M. BINI (nt. 146), 25, ritengono che «il modello patrimoniale, preso in se stesso, non può mai considerarsi una soluzione razionale del problema di valutazione di un'impresa». Come osservato poco sopra, a differenza di quanto previsto dalla disciplina previgente, che imponeva di fare riferimento all'ultimo bilancio di esercizio, la nuova disciplina non esclude — anzi, pare richiedere — che il calcolo della con-

I metodi di valutazione patrimoniali presuppongono dunque un raccordo con i dati contabili, dai quali la stima prende le mosse⁽¹⁴⁹⁾, fermo restando che le tecniche per determinare il valore ritenuto « corretto » di attività e passività sono molteplici e si possono basare su diverse ipotesi e presupposti. Per limitarsi ad alcuni esempi, le immobilizzazioni materiali potrebbero essere (ri)valutate rispetto ai valori di bilancio in base al cosiddetto criterio del « *prezzo corrente desumibile dal mercato* », nel caso in cui esistano dati di riferimento affidabili (si pensi al mercato degli immobili ad uso commerciale); si potrà altrimenti ricorrere al « *costo di riproduzione* » (ossia al calcolo del costo, per la società, della « ricostruzione » dell'immobilizzazione nello stato in cui si trova, operato « in economia », senza cioè ricorrere a fornitori terzi); o ancora al « *costo di sostituzione* », che si potrebbe applicare quando non sia più possibile acquistare o costruire internamente un cespite identico a quello oggetto di valutazione (ad esempio in quanto realizzato con una tecnologia obsoleta non più utilizzata), e dunque occorre fare riferimento al costo necessario per acquistare da terzi « impianti ed accessori basati su tecnologie e materiali correnti, che siano

sistenza patrimoniale a valori « attuali », attuato secondo le regole valutative che saranno richiamate nel testo, prenda le mosse da un *bilancio straordinario*, redatto *ad hoc* dagli amministratori ai fini del recesso, come correttamente osservato da un commentatore (A. PACIELLO, *Commento* (nt. 3), 1128, ove si dichiarano « superate le incertezze sorte nella disciplina precedente in merito alla possibilità, per non penalizzare il socio, di redigere un bilancio in data ravvicinata alla delibera che avrebbe potuto legittimare il recesso »). Anzi, la redazione di un documento contabile aggiornato, sul quale fondare la valutazione *ex art. 2437-ter*, comma 2, c.c., può risultare necessaria per una corretta applicazione del procedimento valutativo legale: basti pensare ad ipotesi nelle quali la società abbia acquistato, successivamente alla chiusura dell'esercizio precedente, importanti beni non riflessi nel bilancio d'esercizio, dei quali appare tuttavia essenziale tenere conto ai fini del recesso del socio. Le fasi della stima in applicazione dei metodi patrimoniali sono ben sintetizzate da G. ZANDA-M. LACCHINI-T. ONESTI (nt. 144), 156, e comprendono: l'individuazione degli elementi suscettibili di valutazione; la revisione contabile delle poste attive e passive; il calcolo delle rettifiche da valutazione; la stima finale del patrimonio netto rettificato. Per una disamina, nella prospettiva del giurista, dell'applicazione dei metodi patrimoniali alla stima dei capitali « economici » delle società coinvolte in un'operazione di fusione per la determinazione del rapporto di cambio si v. L.A. BIANCHI (nt. 6), 224 ss. che peraltro, come ricordato sopra (nota 141), riteneva superabile il riferimento ai valori contabili storici anche anteriormente alla riforma del diritto societario.

⁽¹⁴⁹⁾ Di qui la presumibile necessità, qualora il bilancio d'esercizio non risulti sufficientemente aggiornato, di predisporre un bilancio straordinario — redatto applicando in quanto compatibili gli artt. 2423 ss. c.c. — che rappresenti la base a partire dalla quale calcolare il valore del patrimonio sociale. Sul tema dei bilanci « straordinari » si v. lo studio, pur riferito al particolare caso dell'accertamento di perdite rilevanti ai sensi dell'art. 2446 c.c., di P. SFAMENI, *Perdita del capitale sociale e bilancio straordinario. Funzione informativa e organizzativa*, Egea, Milano, 2004, part. 97 ss.

in grado di rimpiazzare il bene in uso possedendone analoga capacità e resa ed in generale la stessa utilità»⁽¹⁵⁰⁾.

Analoghe operazioni di rettifica potranno riguardare le immobilizzazioni e i beni che compongono l'attivo circolante, i crediti, ed anche le passività. Rinviando alla letteratura specialistica per l'approfondimento dei singoli aspetti tecnico-valutativi⁽¹⁵¹⁾, pare opportuno sottolineare in questa sede alcune questioni di fondo, attinenti agli elementi dei quali occorre tenere conto nella valutazione e alle tipologie di aziende che si prestano ad essere correttamente valutate con l'impiego dei metodi patrimoniali.

Sotto il primo profilo si deve subito chiarire che, secondo gli studiosi di materie aziendali, una valutazione della consistenza patrimoniale condotta con i suddetti metodi non esclude affatto — anzi, almeno secondo le impostazioni più moderne potrebbe richiedere — di tenere conto del valore di «condizioni produttive» cosiddette «*intangibles*» non iscritte in bilancio⁽¹⁵²⁾, quantomeno quando l'impresa ha la capacità di produrre risultati economici positivi⁽¹⁵³⁾. Tra questi la manualistica in tema di valutazione

⁽¹⁵⁰⁾ L. GUATRI (nt. 146), 220, da dove sono anche tratti i riferimenti al prezzo corrente e al costo di ricostruzione; oggi si v. L. GUATRI-M. BINI (nt. 146), 119 ss.

⁽¹⁵¹⁾ Si v., ad esempio, L. GUATRI-G. BRUGGER (a cura di), *La valutazione dei cespiti*, Giuffrè, Milano, 1989; in tema di valutazione dei beni immobili si v. G. CASTELLANO, *Stima degli immobili. Fondamenti per la valutazione della proprietà immobiliare*, Flaccovio, Palermo, 2002; sulla valutazione di alcune immobilizzazioni immateriali v. G. BRUGGER, *La valutazione dei beni immateriali legati al marketing e alla tecnologia*, in *Finanza Marketing e Produzione*, 1989, n. 1, 33 ss.; E. VASCO, *La valutazione dei beni intellettuali nelle PMI. Le problematiche del trasferimento dei brevetti, dei marchi e delle tecnologie*, Ipsoa, Milano, 2004; nonché W. ANSON, *Establishing Market Values for Brands, Trademarks and Marketing Intangibles*, in *Business Valuation Review*, 1996, n. 2, disponibile su www.bvappraisers.org/issuestore; un'esauriente sintesi dei principali problemi di valutazione delle singole classi di beni che compongono l'attivo e il passivo si può leggere in G. ZANDA-M. LACCHINI-T. ONESTI (nt. 144), 158 ss.

⁽¹⁵²⁾ Si tratta dei cosiddetti metodi patrimoniali complessi, che «sommano al valore della sostanza patrimoniale netta rettificata (...) il valore dei beni immateriali non contabilizzati, aventi e non aventi valore di mercato» (Si v. G. ZANDA-M. LACCHINI-T. ONESTI (nt. 144), 171); si v. L. POZZA, *Gli intangibili in bilancio*, Università Bocconi Editore, Milano, 2004. Conforme all'impostazione del testo, riconducendo la necessità di tenere conto di tali beni e diritti al riferimento alle prospettive reddituali contenuto nel comma 2 dell'art. 2437-ter c.c., S. MASTURZI (nt. 3), 134, ove si suggerisce tra l'altro che concessioni, licenze e *know how* dovrebbero essere «apprezzati al valore di mercato».

⁽¹⁵³⁾ Secondo gli studiosi di materie aziendali, infatti, la non economicità della gestione indica implicitamente, per così dire, l'inutilità dei beni *intangible* nella prospettiva dell'attività svolta e dunque indurrebbe a non tener conto del loro possibile valore nella determinazione della consistenza del capitale economico: così pare si debba intendere l'affermazione di L. GUATRI (nt. 146), 246, secondo il quale «Se l'impresa non ha la capacità di produrre adeguati redditi, non ha senso attribuire valori ai beni immateriali: e ciò in quanto, anche se la loro

d'azienda cita, ad esempio, il cosiddetto *know how*, segreti industriali, informazioni organizzate secondo particolari criteri funzionali allo svolgimento dell'attività d'impresa (si pensi a un *database* di potenziali clienti per imprese che svolgono attività di vendita per corrispondenza), investimenti in pubbliche relazioni, ed altri ancora ⁽¹⁵⁴⁾.

Da questo punto di vista, dunque, la tecnica valutativa suggerisce che la determinazione della consistenza patrimoniale di una società può richiedere di tenere conto anche di « condizioni produttive » non iscritte in bilancio. Questa osservazione porta al secondo, e più delicato, problema attinente il calcolo del valore patrimoniale della società ai sensi del comma 2 dell'art. 2437-ter c.c., ossia la possibilità — o necessità — di tenere conto del cosiddetto avviamento (positivo o negativo) ⁽¹⁵⁵⁾.

Potrebbe infatti sorgere il dubbio che il legislatore abbia inteso escludere tale grandezza, economicamente fondamentale, nell'applicazione del criterio legale di valutazione delle azioni, ponendo mente alla circostanza che di « avviamento » parla esplicitamente la Relazione al d.lgs. n. 6 del 2003 solo con riferimento ai criteri valutativi statutari, alternativi a quelli legali, consentiti dal comma 4 dell'art. 2437-ter c.c., ove si precisa che in caso di adozione di regole valutative in deroga a quelle legali « potrà tenersi conto, se statutariamente indicato, anche, ad esempio, dell'avviamento ». Non si ritiene, tuttavia, che da questa precisazione contenuta nella Relazione si possa far discendere, a contrario, la non rilevanza dell'avviamento in caso di applicazione del criterio legale di determinazione del valore delle azioni non quotate, per diversi ordini di motivi.

In primo luogo, il valore interpretativo della Relazione deve ovviamente essere subordinato a quanto previsto dalla norma di legge. Da que-

riproduzione comporta certi costi, non sarebbe conveniente riprodurli ». Tale posizione è stata recentemente riaffermata in L. GUATRI-M. BINI (nt. 146), 143. Pur concordando con l'affermazione richiamata nel contesto della valutazione di un'azienda come *going concern*, si può rilevare, che se il fine della valutazione è quello — come nel caso considerato — di determinare il valore della partecipazione del socio recedente, di tali valori si potrebbe comunque dover tener conto, anche alla luce del loro possibile valore di mercato (e si pensi alla possibilità di cedere a terzi informazioni commerciali o tecniche verso la corresponsione di un prezzo).

⁽¹⁵⁴⁾ Gli esempi sono tratti da L. GUATRI (nt. 146), 245 s.; una classificazione ancor più ricca e completa si può leggere in L. GUATRI-M. BINI (nt. 146), 145 ss.

⁽¹⁵⁵⁾ Per un'analisi del concetto di avviamento in una prospettiva aziendalistica si v. il lavoro di L. GUATRI, *L'avviamento di impresa. Un modello quantitativo per l'analisi e la misurazione del fenomeno*, Giuffrè, Milano, 1957. Tra i numerosi contributi della dottrina giuridica in materia si v. almeno G. AULETTA, *Avviamento commerciale*, in *Enc. giur. Treccani*, IV, 1 s.; G.U. TEDESCHI, *Le disposizioni generali sull'azienda*, in P. Rescigno (diretto da), *Trattato di diritto privato*, vol. 18, Utet, Torino, 1983, 20 ss.

sto punto di vista, il comma 2 dell'art. 2437-ter c.c., facendo genericamente riferimento alla «consistenza patrimoniale» della società, e quindi rinviando implicitamente a concetti elaborati dalla tecnica valutativa, non esclude affatto l'avviamento. In secondo luogo — anticipando così il tema del prossimo paragrafo — lo stesso comma 2 della norma citata impone di tenere conto anche «delle prospettive reddituali»: anzi, la Relazione illustrativa precisa a questo proposito che le prospettive reddituali rappresentano un elemento «correttivo della situazione patrimoniale». Ora è noto che, da un punto di vista economico — ma anche nell'analisi giuridica —, l'avviamento è considerato proprio l'espressione del «plusvalore» (o «minusvalore») dell'azienda sociale rispetto alla mera sommatoria dei valori patrimoniali dei beni che la compongono, plusvalore che esprime l'idoneità dell'azienda a produrre utili (*goodwill*) o perdite (*badwill*) ossia — in altri termini — le prospettive reddituali della società.

Pertanto, se la Relazione dovesse essere intesa nel senso che dell'avviamento si possa tenere conto solo se previsto dallo statuto in deroga al comma 2 dell'art. 2437-ter c.c., essa contraddirebbe — come è stato correttamente precisato⁽¹⁵⁶⁾ — la norma di legge, in quanto l'avviamento è l'«elemento maggiormente idoneo a riflettere la capacità reddituale dell'impresa, sostanziandosi anzi in esso»⁽¹⁵⁷⁾; è — secondo la migliore dottrina — l'attitudine di un'azienda «a consentire la realizzazione di un profitto»⁽¹⁵⁸⁾. Da queste considerazioni discende che, quantomeno nell'ambito delle prospettive reddituali, dell'avviamento si potrà e dovrà tener conto anche in applicazione del criterio legale in esame⁽¹⁵⁹⁾, soluzione peraltro da tempo pacificamente adottata nell'ambito delle società di persone⁽¹⁶⁰⁾.

Un ultimo rilievo che merita attenzione con riferimento all'impiego di metodi di valutazione patrimoniali è che, secondo la dottrina aziendalistica, tali metodi consentono una corretta stima del valore dell'azienda senza l'impiego di alcun correttivo solo in particolari casi: ad esempio, quando appli-

⁽¹⁵⁶⁾ S. MASTURZI (nt. 3), 138.

⁽¹⁵⁷⁾ S. MASTURZI (nt. 3), 138.

⁽¹⁵⁸⁾ G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. 1. Diritto dell'impresa*, Utet, Torino, 2000, 136.

⁽¹⁵⁹⁾ Non pare quindi condivisibile la soluzione indicata da M. CALLEGARI (nt. 3), la quale, basandosi sulla Relazione illustrativa al decreto, sembra ritenere che dell'avviamento si possa tenere conto solo qualora tale possibilità sia esplicitamente consentita da criteri statuari in deroga a quello legale introdotti in forza del comma 4 dell'art. 2437-ter (così a 1425, nota 26 e testo corrispondente). Una siffatta interpretazione, infatti, pare trascurare l'assorbente considerazione che l'avviamento è, almeno nella maggioranza dei casi, l'espressione di quelle capacità reddituali prospettive alle quali fa riferimento lo stesso criterio legale.

⁽¹⁶⁰⁾ Cfr. Cass., 10 luglio 1993, n. 7595, in *Foro it.*, 1994, I, 2210

cati a società immobiliari o *holding* pure⁽¹⁶¹⁾. Nella maggior parte delle situazioni, sempre nella prospettiva dell'economia d'azienda, per giungere ad una corretta valutazione del capitale economico, sarà necessario temperare le risultanze dell'applicazione di metodi di stampo patrimoniale, con altri elementi di giudizio, tra i quali — in particolare — considerazioni prospettiche sul flusso di redditi che la società è in grado di produrre. Da questo punto di vista ben si comprende il richiamo alle prospettive reddituali della società, che rappresenta il secondo termine del procedimento di valutazione previsto dall'art. 2437-ter c.c.

13. Il riferimento alle prospettive reddituali della società, inteso come integrativo del valore patrimoniale, evoca i metodi di valutazione delle aziende cosiddetti « reddituali », basati sostanzialmente sull'attualizzazione, in funzione di determinate ipotesi micro e macroeconomiche, di un flusso di redditi « normalizzati »⁽¹⁶²⁾. Prima ancora di esaminare più analiticamente tali concetti, conviene sottolineare che « reddito » è termine prettamente economico, che si discosta nettamente dal concetto di « utile », più familiare all'analisi giuridica⁽¹⁶³⁾.

Secondo un'autorevole quanto risalente definizione, formulata da uno dei pionieri delle scienze aziendalistiche nel nostro Paese, « reddito » « è l'accrescimento che, in un determinato periodo di tempo, il capitale di un'impresa data subisce in conseguenza della gestione »⁽¹⁶⁴⁾. Esistono, tuttavia,

(161) In questo senso L. GUATRI (nt. 146), 212, ove si precisa che « [i]n queste situazioni le vere valutazioni attengono ai singoli *assets*, mentre il « contenitore » non può aggiungere né togliere valore alla somma dei valori singoli, salvo le conseguenze fiscali legate alle divergenze tra valori di carico e valori correnti degli *assets* ».

(162) Su tali metodi in generale, e anche per una distinzione delle differenti configurazioni (metodo reddituale semplice e metodo reddituale complesso) si v. G. ZANDA-M. LACCHINI-T. ONESTI (nt. 144), 92 ss.

(163) Definisce « utile » « ogni incremento di valore del patrimonio, che si verifichi rispetto al capitale sociale » G. ROSSI, *Utili di bilancio, riserve, dividendo*, Giuffrè, Milano, 1957, 66. Come ricorda L.A. BIANCHI (nt. 6), 225: « la stima basata su metodi reddituali non si propone l'accertamento dell'utile d'esercizio — nella sua accezione societaria — bensì del reddito atteso in un determinato orizzonte temporale, ossia di una grandezza stimata assai diversa ». Sul concetto di utile si v., inoltre, G. E. COLOMBO, *Il bilancio d'esercizio*, in G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni. Bilancio d'esercizio e consolidato*, vol. 6*, Utet, Torino, 1994, 483 ss., ove anche ampi riferimenti bibliografici.

(164) G. ZAPPA, *Il reddito di impresa. Scritture doppie, conti e bilanci di aziende commerciali*, Giuffrè, Milano, 2^a ed., 1937, a 326, che qualifica tale definizione come « nominale » in quanto « si riferisce alla nozione indeterminata del capitale di impresa, ed alla nozione non meglio distinta di variazione di capitale », distinguendola altresì dai concetti di « utile », « profitto » e « guadagno », *ivi*, 326 ss.

molteplici concetti di reddito che possono essere impiegati, in funzione delle specifiche esigenze del caso, per la valutazione di un'azienda ⁽¹⁶⁵⁾. Già questa prima notazione consente di apprezzare quanto ampio possa risultare il margine di discrezionalità che la legge affida agli amministratori.

Le tecniche utilizzate per stimare il valore dell'azienda in base alle prospettive reddituali prevedono che, una volta individuata la nozione di reddito idonea a cogliere le caratteristiche dell'attività d'impresa considerata, si debba calcolare una misura di tale reddito (fisso o variabile) che si suppone la società sia in grado di produrre in un arco temporale ritenuto congruo. In secondo luogo occorrerà procedere ad un'attualizzazione dei flussi di reddito stimati sul periodo assunto a base del calcolo. L'operazione di attualizzazione, ovviamente, richiede la definizione di un tasso di sconto in grado di esprimere il valore finanziario del tempo in ragione del quale i redditi futuri sono attualizzati ⁽¹⁶⁶⁾.

⁽¹⁶⁵⁾ Cfr. M. ALLEGRI, *Concetti di reddito e conseguenti logiche di valutazione*, Giuffrè, Milano, 2001, 91 ss. Per limitarsi a richiamare i concetti che l'autore esamina partitamente, in economia aziendale si può parlare di reddito monetario (ossia *cash flow*, determinato tenendo conto dei soli flussi monetari generati dalla gestione: ad esempio, dunque, *non* tenendo conto degli ammortamenti, componente negativa di reddito alla quale non corrisponde alcuna variazione finanziariamente rilevante; *ivi*, 92), realizzato (che «esprime la capacità dell'azienda di generare un *surplus* tra il corrispettivo ottenuto dalla cessione di bene e servizi ed i costi sostenuti che sono relativi alla produzione venduta o che, comunque, non sono attribuibili ai periodi successivi», *ivi*, 92), e così via, di reddito prodotto, maturato, corrente, atomistico-patrimoniale, realizzabile, economico (e si v. la tabella riassuntiva a 98). Altra fondamentale distinzione, che ovviamente rileva ai fini della valutazione dell'azienda, è quella tra *reddito ex ante* e *reddito ex post*. Il primo «misura la variazione del capitale economico che è stimata all'inizio del periodo oggetto di valutazione, al netto di eventuali apporti o distribuzioni di capitale»; mentre il secondo «misura la variazione del capitale economico verificatasi nell'esercizio, come risulta da stime effettuate alla *fine* del periodo» (*ivi*, rispettivamente a 278 ss. e 283 ss).

⁽¹⁶⁶⁾ In materia si v. L. GUATRI, *Il metodo reddituale di valutazione delle aziende. Nuovi orientamenti*, Egea, Milano, 1996; L. GUATRI (nt. 146), 119 ss. Cfr. anche M. SIMONCINI, *Il metodo reddituale puro*, Giappichelli, Torino, 1993. La più completa e aggiornata trattazione della materia si trova oggi in L. GUATRI-M. BINI (nt. 146), 473 ss. e, per quanto riguarda la definizione dei tassi, 215 ss. Il valore dell'azienda calcolato attualizzando un flusso di redditi può essere espresso dalla formula [1]:

$$[1] \quad W = \sum_{n=1}^k \frac{R_n}{(1+i)^n}$$

La formula sintetizza il concetto che il valore dell'azienda discende dalla sommatoria di redditi attualizzati degli n periodi (ad esempio, esercizi) da 1 a k . Nella [1], dunque, W è il valore dell'azienda che emerge dall'applicazione del metodo prescelto, R è il reddito stimato nel periodo n (con n che varia da 1 a k), i il tasso di sconto impiegato. La [1] sarà assunta come riferimento nella discussione seguente per illustrare alcune alternative che possono incidere sul procedimento di valutazione. Sull'applicazione dei metodi reddituali per la stima

Ognuno dei passi richiamati solleva delicati problemi tecnici. Limitandosi ai principali, occorre innanzitutto misurare il reddito oggetto dell'operazione di attualizzazione (la grandezza «*R*» nella formula [1] riportata in nota 166). La stima di tale grandezza può essere effettuata o cercando di individuare analiticamente i singoli possibili redditi che si genereranno negli esercizi futuri, sulla base di alcune ipotesi circa le attività che la società svolgerà e l'evoluzione dello scenario economico di riferimento, oppure cercando di determinare il reddito medio del periodo considerato. Non pare peraltro da escludere la possibilità di ricorrere a una nozione di reddito «finanziario», che almeno in alcuni casi potrebbe risultare maggiormente in linea con la prassi e la teoria finanziarie⁽¹⁶⁷⁾.

Si deve inoltre ricordare che esistono diverse tecniche alle quali è possibile ricorrere per stimare i redditi futuri. Tra queste la dottrina aziendalistica indica ad esempio il metodo della «proiezione di risultati storici», che si basa sul calcolo di un reddito «normalizzato», depurato da componenti positive e negative straordinarie o comunque difficilmente ripetibili, che si può ragionevolmente assumere sarà prodotto dalla società anche negli esercizi futuri, quantomeno nell'arco temporale considerato⁽¹⁶⁸⁾. Una seconda possibilità è rappresentata dal metodo delle «prospettive di crescita», tenendo quindi conto del possibile «accrescimento nel tempo delle dimensioni e quindi del volume di attività e del reddito dell'impresa; beninteso a prescindere da nuove strategie, da acquisizioni-cessioni, da ristrutturazioni finanziarie, in generale da nuovi specifici progetti che modificano od innovano rispetto all'esistente»⁽¹⁶⁹⁾. Infine, dando rilievo anche a que-

(o la verifica della congruità) del rapporto di cambio in caso di fusione si v. L.A. BIANCHI (nt. 6), 226 ss., che peraltro (a 239 ss.) correttamente sostiene, come si avrà occasione di discutere anche più avanti, la legittimità del ricorso a criteri reddituali «puri» (dunque che non considerano direttamente la dimensione patrimoniale) per la valutazione delle aziende oggetto di fusione. Conforme S. RACUGNO, *Lo «scorporo» d'azienda*, Giuffrè, Milano, 1995, 63.

⁽¹⁶⁷⁾ È importante ricordare, a questo proposito, il modo nel quale la stessa Consob applica l'art. 50 del Regolamento Emittenti, norma che prevede, per la determinazione del prezzo al quale occorre lanciare l'offerta pubblica residuale ai sensi dell'art. 108 T.U.F., un riferimento alle «prospettive reddituali» dell'emittente. Tale elemento di valutazione, al quale è frequentemente dato peso prevalente dalla Commissione, è solitamente calcolato con il metodo del *discounted cash flow*, ossia facendo riferimento a una nozione di reddito finanziario. Questo rilievo potrebbe indurre a ritenere ammissibile l'impiego di siffatta grandezza — peraltro sempre più comunemente indicata dalla teoria e dalla prassi aziendalistiche come la più corretta per la valutazione delle aziende — in applicazione del criterio legale. Si v., a titolo di esempio, il prospetto relativo alla recentissima offerta residuale sulle azioni Ericsson s.p.a., iniziata il 9 marzo 2005, consultabile sul sito www.consob.it. Sul punto cfr. par. 22.

⁽¹⁶⁸⁾ L. GUATRI (nt. 166), 108 ss.

⁽¹⁶⁹⁾ L. GUATRI (nt. 166), 116 e ss.

sti ultimi elementi, si stimeranno i redditi futuri in base al cosiddetto metodo «delle opzioni innovative»⁽¹⁷⁰⁾. Evidentemente le tecniche richiamate sono ordinate in ragione della loro decrescente aderenza ai dati storici: non si deve tuttavia concludere che tener conto anche di fenomeni di crescita e di possibili eventi futuri od operazioni straordinarie programmate sia necessariamente soluzione meno «prudente», posto che tali prospettive potrebbero anche essere negative, con la conseguenza che affidandosi unicamente a risultati storici non più ripetibili si giungerebbe ad una valutazione superiore. Come si avrà occasione di discutere nel prosieguo, in applicazione del metodo legale la prima e, entro certi limiti, la seconda modalità di calcolo devono ritenersi accettabili, mentre la terza potrebbe, almeno in alcuni casi, non risultare idonea alla valorizzazione delle azioni in caso di recesso, sia per le incertezze che solleva, sia in quanto potrebbe far ricadere sul socio gli effetti di operazioni societarie dalle quali egli si è dissociato. Ma sul punto si avrà occasione di tornare più avanti⁽¹⁷¹⁾.

Un secondo problema che si pone valutando le prospettive reddituali della società è quello dell'arco di tempo di riferimento. Da un lato, tanto più si amplia l'orizzonte temporale considerato, tanto più le ipotesi attinenti ai redditi futuri perdono forza e rischiano di indurre in errore. Dall'altro, se si vuole stimare il valore dell'azienda unicamente attualizzando — in ipotesi — il flusso dei redditi dei prossimi cinque esercizi, si potrebbe giungere ad un valore decisamente sottostimato: se al termine del quinquennio l'azienda è ancora in grado di produrre un flusso di redditi, essa avrà un residuo valore del quale ovviamente occorre tenere conto.

Da questa considerazione discendono alcune possibili varianti dei metodi di valutazione reddituali. Secondo una prima, il valore dell'azienda non può che essere espresso sommando al valore che emerge attualizzando un flusso di redditi relativo a un periodo definito (ad esempio, i cinque anni dell'esempio precedente), il valore residuo dell'azienda al termine di tale periodo, determinato anche con metodi differenti da quello reddituale⁽¹⁷²⁾. Se, tuttavia, si considera che seguendo la logica delle stime basate su flussi di reddito anche tale valore «residuo» o «finale» esprime la capacità dell'a-

(170) Ancora L. GUATRI (nt. 166), 120 e ss.

(171) Cfr. par. 17.

(172) Riprendendo la formula [1] indicata in nota 166, dunque, tale opzione può essere espressa modificando l'equazione come segue:

$$[2] \quad W = \left(\sum_{n=1}^k \frac{R_n}{(1+i)^n} \right) + W_k$$

Dove W_k esprime il valore residuo dell'azienda al termine del periodo di attualizzazione.

zienda di produrre redditi dalla fine del periodo di riferimento in avanti (nell'esempio precedente, dal sesto anno in poi), allora è possibile sostituire tale valore finale semplicemente estendendo il periodo di riferimento dell'operazione di attualizzazione, eventualmente anche — come insegna la matematica finanziaria — su un orizzonte temporale infinito⁽¹⁷³⁾.

Delicata è anche l'individuazione del corretto tasso di sconto che occorre impiegare per attualizzare i redditi stimati futuri. In questa sede è possibile solo rinviare alla letteratura specialistica⁽¹⁷⁴⁾, limitandosi a ricordare la distinzione tra criteri di determinazione del saggio di sconto basati sul calcolo di un « tasso-opportunità » o del « costo del capitale ». Nel primo caso, la misura del tasso di attualizzazione è « ragguagliata al rendimento offerto da investimenti alternativi, a parità di rischio. Il criterio è caratterizzato dall'assunzione del punto di vista dell'investitore, il quale giudicherà conveniente un certo tasso di rendimento finché — a parità di rischi — non abbia la possibilità di trovare un investimento più redditizio »⁽¹⁷⁵⁾. Il metodo del « costo del capitale », al contrario, prevede di utilizzare, per l'operazione di attualizzazione, « un tasso corrispondente al « costo » del capitale proprio, o al costo medio ponderato dei mezzi investiti in una specifica impresa (mezzi propri e mezzi attinenti al credito). La specifica impresa è quella oggetto di valutazione »⁽¹⁷⁶⁾.

Il primo criterio per la determinazione del tasso di sconto appare probabilmente più corretto nella prospettiva dell'azionista che intende esercitare il recesso, soprattutto quando si tratti di un azionista-investitore di mi-

(173) In questo caso — definito anche del metodo reddituale « semplice » —, dunque, la [1] assumerà il seguente aspetto, e il valore dell'azienda W coinciderà con il valore attuale di una rendita perpetua (cfr. G. ZANDA-M. LACCHINI-T. ONESTI (nt. 144), 94 ss.):

$$[3] \quad W = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{R_n}{(1+i)^n} = \frac{R}{i}$$

(174) Si v., per tutti, L. FADDA, *Il tasso di attualizzazione nella valutazione d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1994; nonché L. GUATRI (nt. 166), 129 ss. Una chiara e completa esposizione dei problemi attinenti la determinazione del tasso di sconto nell'ambito dei metodi reddituali si trova in G. ZANDA-M. LACCHINI-T. ONESTI (nt. 144), 102 ss., ove in particolare si distinguono le componenti di tale grandezza legate al premio per il rischio (stimabile tramite il cosiddetto « procedimento di Stoccarda ») e il tasso « risk-free ».

(175) L. GUATRI (nt. 166), 133. Ben si coglie, in questo caso, come il tasso di attualizzazione sia idealmente formato da due componenti: il saggio di rendimento di impieghi a rischio nullo e un premio per il rischio (concetto frequentemente espresso in economia come $i = r + s$). Sul punto cfr. L. FADDA (nt. 174), 65 ss. Un'applicazione empirica dei possibili effetti del tasso di attualizzazione sul valore di un'azienda determinato in base a metodi reddituali, con particolare riferimento alla modifica delle ipotesi attinenti il premio per il rischio, può essere letta nella ricerca di M. SIMONCINI (nt. 166).

(176) L. GUATRI (nt. 166), a 134.

noranza, non interessato all'attività di gestione, che considera la partecipazione sociale alla stregua di un investimento finanziario sostituibile con alternativi possibili impieghi del proprio patrimonio. L'utilizzo del costo del capitale per la società dalla quale si esercita il recesso, al contrario, ha l'effetto di far gravare, in positivo o in negativo, le scelte finanziarie della società sul socio recedente. Infatti, in presenza di un costo del capitale superiore a quello medio di mercato, il flusso di redditi futuri sarà penalizzato, con la conseguenza di ridurre il valore riconosciuto alle azioni al fine del recesso; specularmente, qualora la società beneficiasse di un costo dei mezzi di finanziamento particolarmente contenuto, a parità di condizioni la determinazione del valore delle azioni risulterebbe favorevole al recedente.⁽¹⁷⁷⁾

Al termine di questa panoramica sui principali problemi posti dai metodi reddituali, ai quali il legislatore fa implicitamente rinvio ai fini della valutazione delle azioni in caso di recesso, non rimane che una considerazione di sintesi sull'impiego congiunto — sempre ai sensi del comma 2 dell'art. 2437-ter c.c. — di grandezze patrimoniali e reddituali.

Il legislatore, anche in base a quanto esplicitamente affermato nella Relazione illustrativa (che come si è ricordato richiede di correggere la situazione patrimoniale effettiva con le prospettive reddituali), suggerisce di fatto l'impiego di un metodo di valutazione « misto », ossia basato *sia* sulla stima del valore effettivo dei singoli elementi dell'attivo e del passivo, *sia* sulla capacità dell'azienda di generare utili. I metodi « misti patrimoniali-reddituali » sono, peraltro, ben noti agli studiosi di materie aziendali e alla prassi valutativa⁽¹⁷⁸⁾. Come ben chiarisce in proposito la dottrina aziendalistica, essi propongono un punto di « equilibrio tra le esigenze di obiettività e verificabilità (proprie della componente patrimoniale) e quelle di razionalità espresse dall'apprezzamento delle attese di flussi reddituali e dei relativi rischi »⁽¹⁷⁹⁾. Il legislatore del 2003 pare aver proprio voluto adottare un sif-

⁽¹⁷⁷⁾ Si sottolinea, peraltro, che le difficoltà intrinseche nella determinazione di un tasso-opportunità economicamente corretto, che richiede congetture difficilmente dimostrabili sul livello di rischio associato all'investimento (ossia alle azioni della società dalla quale si intende recedere), inducono la prassi ad utilizzare molto più frequentemente il criterio del costo del capitale per la determinazione del tasso di sconto da applicare nelle operazioni di attualizzazione di flussi di ricchezza futuri (L. GUATRI (nt. 166), 134).

⁽¹⁷⁸⁾ Cfr. F. G. GRANDIS, *I metodi misti nella valutazione delle aziende. Un'analisi comparativa*, Giappichelli, Torino, 1993; L. GUATRI (nt. 146), 279 ss.; L. GUATRI-M. BINI (nt. 146), 597 ss.

⁽¹⁷⁹⁾ L. GUATRI (nt. 146), 279; più recentemente la dottrina aziendalistica ha avuto occasione di precisare che, nei metodi misti, « i valori patrimoniali sono solo un punto di partenza, soggetto alla verifica reddituale, verifica che può anche confermare tali valori, ma che

fatto compromesso, rimettendo agli amministratori il compito di ponderare il riferimento alla consistenza patrimoniale e quello alle prospettive reddituali della società.

I metodi di valutazione misti patrimoniali-reddituali mirano, infatti, ad esprimere il valore di un'azienda attraverso una media aritmetica o ponderata tra il valore che emergerebbe applicando un criterio patrimoniale «puro» e quello che risulterebbe dal ricorso a metodi reddituali⁽¹⁸⁰⁾. La ponderazione tra tali elementi è consentita, appunto, dalla formula legislativa che richiede di «*tener conto*» sia delle prospettive reddituali dell'impresa sociale, sia della consistenza del patrimonio aziendale⁽¹⁸¹⁾.

spesso li rettifica pesantemente, specie in presenza di attese reddituali fuori dalla norma e quando l'orizzonte temporale di riferimento è ampio (n = 8-10 anni, per esempio)» (L. GUATRI-M. BINI (nt. 146), 25).

(180) L'espressione formale di tali metodologie di valutazione sarebbe, dunque, la seguente:

$$[4] \quad W = \alpha \cdot \left(\sum_{n=1}^k \frac{R_n}{(1+i)^n} \right) + \beta \cdot W_p$$

con:

$$[4-a] \quad 0 \leq \alpha \leq 1$$

$$[4-b] \quad 0 \leq \beta \leq 1$$

$$[4-c] \quad \alpha + \beta = 1$$

Il valore dell'azienda è quindi espresso da una media ponderata (con pesi α e β) tra il valore — ripreso dalla formula [1] —, calcolato applicando un metodo reddituale, e il valore W_p , calcolato applicando un metodo patrimoniale. I coefficienti di ponderazione α e β consentono, in ragione della situazione di riferimento, di attribuire maggiore, minor o uguale (nel caso della media aritmetica) rilievo ai due criteri estimativi: come indicato nel testo, nel linguaggio del codice civile, i pesi α e β non sono altro che l'espressione di quella facoltà, attribuita agli amministratori, di «tenere conto» della consistenza patrimoniale e delle prospettive reddituali.

(181) Soluzione che non esclude affatto — coerentemente con quanto sostenuto poco sopra — la possibilità, laddove ciò risulti corretto dal punto di vista economico, di attribuire rilievo al solo metodo reddituale (ricorrendo dunque ad una valutazione in base al cosiddetto metodo reddituale «puro»), come puntualmente messo in luce, sebbene con riferimento al diverso problema della determinazione del rapporto di cambio, da L. BIANCHI (nt. 6), 252 ss. (e si v. nota 166), che ha avuto modo di chiarire, con riferimento al problema della valutazione di un'azienda oggetto di conferimento, che «[b]enché debba ritenersi ragionevole e del resto conforme alle tendenze della pratica valutativa che gli amministratori tengano conto *anche* di componenti patrimoniali ai fini della stima di un conferimento, con opportune medie e compensazioni, non sembra fondato che una simile scelta costituisca il frutto di un *obbligo* di legge riconducibile alle esigenze di continuità contabile, posto che la garanzia di trasparente contabilizzazione di un'azienda e di *Gliederung* dei relativi valori non può venir comunque in-

14. Nella prassi valutativa, i metodi quali quello patrimoniale e reddituale, sopra discussi e invocati dal riferimento del legislatore a consistenza patrimoniale e prospettive reddituali, sono definiti « *indiretti* » e determinano il valore dell'azienda in base a ipotesi e congetture ritenute rispondenti a « requisiti di razionalità, obiettività e neutralità » (182). Ad essi si contrappongono i cosiddetti metodi « *diretti* », che basandosi sul « presupposto che i prezzi espressi dal mercato, per quote di capitale della stessa azienda o di aziende similari, rappresentino una corretta stima del capitale aziendale », tendono a inferire il valore di una società o di una partecipazione sociale « dalla semplice osservazione dello stesso mercato » (183).

Anche questi ultimi metodi, i cui fondamenti economici possono essere parzialmente criticati (184), sono stati compresi dal legislatore tra i possibili termini di riferimento per la valutazione delle azioni ai fini del recesso. Il comma 2 dell'art. 2437-ter c.c., infatti, richiede che quale ulteriore elemento di giudizio per la determinazione del valore delle azioni si tenga conto, accanto alla consistenza patrimoniale e alle prospettive reddituali, dell'« *eventuale valore di mercato* » delle azioni. La circostanza che le azioni non siano quotate su un mercato regolamentato non esclude affatto la sussistenza di un « valore di mercato » delle stesse, che gli amministratori non possono ignorare al fine di liquidare l'investimento del socio recedente. La disposizione, il cui significato è apparentemente trasparente, nasconde un'insidia interpretativa: quando si può ritenere sussistente un « valore di mercato »? È sufficiente, a questo proposito, una sola operazione di cessione delle azioni effettuata in prossimità dell'esercizio del recesso, per potersi affermare che esiste un valore di mercato?

I primi commentatori sembrano orientati nel senso che solo in presenza di un « sufficiente » volume di scambi, dunque di un mercato che pre-

teramente assicurata neppure nel caso dell'impiego di metodi patrimoniali » (253). Tali considerazioni paiono estensibili anche al problema che occupa attinente la valutazione delle azioni in caso di recesso, considerato peraltro — come più volte discusso nel testo — che l'obbligo legale di « tenere conto » della consistenza del patrimonio sociale non esclude che, in applicazione di corretti principi aziendalistici, il « peso » attribuito ai metodi di valutazione patrimoniale al fine di giungere alla stima della somma da liquidare al socio sia (pressoché) nullo.

(182) F.G. GRANDIS (nt. 178), 13.

(183) F.G. GRANDIS (nt. 178), 12 s.

(184) Scrive, in proposito, L. GUATRI (nt. 146), 319, che tali metodi non conducono a « una valutazione razionale e dimostrabile ma solo dedotta da osservazioni di mercato (e talora dalla proiezione nel futuro di tali osservazioni) ». Sulle relazioni tra i concetti di prezzo, inteso come dato espresso dal mercato, e valore dell'azienda, inteso come opinione basata su un ragionamento esplicitato, si v. *ivi*, a 29 ss. Su tali problematiche si v. inoltre, più di recente, L. GUATRI-M. BINI (nt. 146), 10 ss.

senti un certo spessore e un minimo grado di liquidità, possa esistere un « valore » del quale si possa (e si debba) tener conto in applicazione del comma 2 dell'art. 2437-ter c.c. ⁽¹⁸⁵⁾. La conclusione che il riferimento normativo all'eventuale valore di mercato sia applicabile solo in presenza di un — peraltro non meglio definito, né definibile — « volume » di contrattazioni non pare tuttavia l'unica possibile.

Prima di approfondire la questione conviene sottolinearne la rilevanza applicativa. Si ponga mente, a titolo di esempio, all'ipotesi di recesso prevista dall'art. 2497-*quater*, comma 1, lett. c), c.c. a fronte dell'inizio o della fine dell'attività di direzione e coordinamento di società. Considerando che la soggezione al controllo è presuntivamente ritenuta esercizio di direzione e coordinamento (*ex art. 2497-sexies* c.c.), la cessione del pacchetto azionario di maggioranza di una società non quotata (che non avvenga tramite offerta pubblica) ad una società terza potrebbe legittimare il recesso. Applicando il criterio legale di determinazione del valore delle azioni del quale ci stiamo occupando, dunque, il socio recedente potrà pretendere che si tenga conto anche del « *valore di mercato* » delle azioni che si è « evidenziato » proprio in occasione della cessione del pacchetto azionario di maggioranza (eventualmente scomputando da tale valore il cosiddetto premio di maggioranza, se presente), anche se la cessione del controllo ha rappresentato l'unica operazione di compravendita delle azioni intercorsa nell'arco degli ultimi anni (come è del tutto possibile in una società chiusa a base familiare)?

A rigore, anche un unico prezzo di mercato, formato a fronte di una singola operazione di scambio, consente di individuare un « valore » che l'incontro della domanda e dell'offerta attribuisce alle azioni della società in questione, del quale è possibile tenere conto. In altre parole, in questa prospettiva, non è strettamente necessaria la presenza di un mercato azionario « attivo », nel quale si registrino ripetuti scambi e una certa liquidità,

(185) M. CALLEGARI (nt. 3), 1424: « Il ricorso al valore di mercato, cioè al corrispettivo che potrebbe emergere da un'ipotetica contrattazione, desta maggiori perplessità in quanto sarà adottabile solo per società con una certa circolazione del capitale: si tratta pertanto di un indice eventuale e residuale, non sempre di facile individuazione ». Alle considerazioni svolte nel testo si aggiunga che non si ritiene che il valore di mercato emerga da una « ipotetica » contrattazione ma, al contrario, si basi proprio sull'osservazione dei negozi effettivamente conclusi aventi ad oggetto le azioni. Anche M. STELLA RICHTER (nt. 3), 411, pare orientato in questo senso, auspicando che sia l'atto costitutivo a risolvere eventuali incertezze applicative in quelle società le cui azioni hanno un mercato « non idoneo ad esprimere stabilmente un prezzo (attraverso il costante incontro di domande e offerte: come avviene invece in un mercato standardizzato, anche se non necessariamente — ma tanto più ove — regolamentato) ».

per poter parlare di « valore di mercato ». Conforterebbe questa impostazione la stessa difficoltà di discriminare con sicurezza tra situazioni nelle quali esiste un « mercato » delle azioni, al quale dare rilievo ai fini del recesso, e casi nei quali non si è in presenza di un sufficiente volume di attività.

Si aggiunga che il criterio in esame è stato dettato dal legislatore con riferimento a società non quotate, per le cui azioni molto raramente esiste un attivo mercato di riferimento. Parrebbe dunque singolare avallare un'interpretazione che, escludendo *a priori* la rilevanza dei prezzi che si formano a fronte di isolate compravendite di azioni, limiti grandemente l'applicazione di uno dei criteri di valutazione previsti dal legislatore.

Sembra allora preferibile, sia in base al significato economico dell'espressione, sia ponendo mente alle finalità della norma, ritenere che si possa « tenere conto », nella determinazione del valore della partecipazione del socio uscente, anche di un unico prezzo di vendita che si sia formato dall'effettivo incontro di domanda e offerta in assenza di elementi di distorsione: esso è pur sempre un *valore delle azioni derivato dal mercato* ⁽¹⁸⁶⁾.

Questa conclusione, peraltro, deve essere ben intesa e temperata alla luce di alcuni fondamentali concetti economici. In primo luogo, come altre disposizioni disseminate nel codice in tema di valutazione delle azioni ⁽¹⁸⁷⁾, l'art. 2437-ter c.c. si riferisce ad un eventuale « valore » di mercato, *non* a un « prezzo » di mercato. Poiché, a rigore, un « valore » di mercato non può che derivare dall'osservazione di « prezzi » di mercato, è evidente che ben altro rilievo ed importanza dovrà assumere tale parametro quando discende da una consistente serie di scambi di azioni, possibilmente recenti, che consentano di calcolare una media di prezzi significativa e, quindi, un

⁽¹⁸⁶⁾ La teoria aziendalistica, peraltro, non esclude — e anzi riconosce espressamente — siffatta possibilità, sebbene temperandola con le cautele che verranno illustrate nel prosieguo nel testo. Si sostiene infatti a proposito dell'applicabilità dei cosiddetti metodi di valutazione « diretti », che stimano il valore di un'azienda a partire da prezzi di mercato, che « ove un'azienda non abbia suoi titoli quotati sul mercato, l'unica forma di valutazione che possa dirsi, in qualche misura, diretta è quella che si basa sui prezzi effettivamente pagati per aziende similari (in termini di settore e di grandezze economiche) ovvero per la stessa azienda in tempi precedenti (si tratta del c.d. *comparison approach to valuation*): i limiti di quest'approccio sono, tuttavia, ben evidenti ove si consideri che il trasferimento di un unico complesso aziendale costituisce, in buona sostanza, un *unicum* o “un accadimento economico a sé stante” e ciò in quanto ogni volta sono diverse non solo le condizioni economico-tecniche dell'impresa, le sue prospettive di reddito, in senso ampio le sue contingenze, ma anche i fini per cui la valutazione viene effettuata, le aspettative degli acquirenti, le condizioni soggettive di negoziazione » (G. ZANDA-M. LACCHINI-T. ONESTI (nt. 144), 24, note a piè pagina omesse).

⁽¹⁸⁷⁾ G. BALP-M. VENTORUZZO (nt. 4), 819 ss.

valore « affidabile »; rispetto al caso nel quale esso derivi da sporadiche operazioni sulle azioni (al limite una sola).

Correttamente il legislatore impone di tenere conto dei valori di mercato anche in quest'ultimo caso, attribuendo tuttavia agli amministratori un margine di discrezionalità che consente (anzi, impone) di ponderare tale parametro valutativo alla luce della sua significatività. Ne consegue che, esercitando la propria discrezionalità, gli amministratori terranno conto anche di un valore di mercato che emerge da un unico contratto di compravendita delle azioni, dal quale si possa inferire un valore delle azioni che non sarebbe emerso limitando l'indagine ai dati patrimoniali e reddituali, interpretando tuttavia tale « valore di mercato » e i « prezzi » dai quali esso discende in ragione del modo nel quale essi si sono formati⁽¹⁸⁸⁾. Ad esempio, nel caso in cui uno dei soci avesse « spuntato » da un acquirente poco accorto un prezzo per le azioni superiore al loro realistico valore, così come in ipotesi di vendita a un prezzo vile sulla scorta di motivazioni fiscali, di tali prezzi si potrà (e probabilmente si dovrà) non tenere conto — tramite il meccanismo della ponderazione dei diversi elementi che il legislatore chiede di considerare — nella liquidazione della partecipazione del socio recedente. Non si deve infatti dimenticare che obiettivo della formula utilizzata dal legislatore è pur sempre quello dell'individuazione di un « *fair value* ».

Spostandosi dal piano dell'analisi interpretativa a quello della prassi operativa, peraltro, si deve osservare che a fronte del ragionamento svolto, in particolare con riferimento a società di dimensioni medie e piccole, si potrebbe frequentemente verificare un problema di conoscibilità, da parte degli amministratori e dei soci intenzionati a recedere, del prezzo pagato per l'acquisto di partecipazioni sociali, prezzo non soggetto ad alcuna forma di *disclosure* obbligatoria. Non si deve quindi dimenticare che, nonostante la correttezza in linea di principio delle considerazioni svolte in merito alla rilevanza dei prezzi di mercato emergenti da negoziazioni « isolate », essa si potrebbe scontrare con la pratica inconoscibilità di tali prezzi.

Si deve, infine, segnalare che sebbene il tenore letterale della disposizione sembra fare riferimento ad un eventuale valore di mercato delle azioni oggetto del recesso, non si può escludere la possibilità (e forse la necessità)

(188) L'idea di fondo è che, in questi casi, il prezzo di mercato dovrebbe già tenere conto di quelli che la teoria aziendalistica chiama gli « sconti di liquidità » dovuti all'assenza di un mercato attivo delle partecipazioni: sul calcolo di tali grandezze di v. G. ZANDA-M. LACCHINI-T. ONESTI (nt. 144), 486 ss. (capitolo di T. Onesti, N. Angiola e M. Romano), ove anche ampi riferimenti bibliografici.

che gli amministratori tengano conto, quantomeno come elemento di controllo dell'adeguatezza della stima, dei prezzi di mercato delle azioni emesse dalla stessa società, ma di categoria diversa rispetto a quella interessata dal diritto di recesso, ovvero di azioni comparabili emesse da società diverse, applicando ovviamente le necessarie rettifiche dovute alle differenze esistenti tra gli strumenti finanziari considerati. Si tratterebbe, in questo caso, di dare rilievo ai cosiddetti « prezzi comparabili » derivati dal mercato, secondo un procedimento valutativo noto alla prassi aziendalistica, sul quale si tornerà nel prosieguo in sede di esame dei metodi alternativi a quelli legali che possono essere introdotti dallo statuto⁽¹⁸⁹⁾.

15. Dalla discussione che precede discende che il criterio di liquidazione delle azioni non quotate deve basarsi sulla ponderazione di tre distinti valori: il primo emergente dall'applicazione di metodi di valutazione patrimoniali, il secondo determinato in ragione delle prospettive reddituali dell'impresa sociale, e il terzo legato all'osservazione degli eventuali « prezzi di mercato » delle azioni⁽¹⁹⁰⁾. Nel caso in cui le azioni del socio che recede

(189) Cfr. par. 22, nota 286 e testo corrispondente.

(190) È stato osservato che tale criterio di valutazione non consentirebbe « di liquidare il c.d. valore effettivo della quota, potendo al più ridurne lo scarto » (A. PACIELLO, *Commento* (nt. 3), 1129). Si deve tuttavia osservare che lo stesso ricorso, da parte del legislatore, a criteri di valutazione alternativi, ricorda che non esiste un unico valore « effettivo » al quale è possibile fare riferimento. Ogni metodo di valutazione di un'azienda e di una partecipazione azionaria, diretto (basato cioè sull'osservazione di prezzi di mercato) o indiretto (basato su ipotesi, stime e formule di calcolo, come in metodi patrimoniali o reddituali), rappresenta infatti un'opinione, più o meno condivisibile, sul valore dell'oggetto di stima (L. GUATRI (nt. 146), 29 ss.). Il criterio legale indica tre metodi per giungere alla determinazione di un valore ritenuto congruo, equo, funzionale alle finalità dell'istituto. Quale sia l'ipotetico valore « effettivo » che tale criterio non consentirebbe di determinare non è affatto chiaro. In secondo luogo, l'affermazione si basa sull'assunto che i criteri statutari introducibili in deroga al criterio legale ai sensi del comma 4 dell'art. 2437-ter c.c. possano unicamente essere più favorevoli al socio recedente rispetto a quest'ultimo. Di là dalla correttezza di questo assunto — sul quale si tornerà nel prosieguo, in sede di analisi dei criteri statutari (*infra*, par. 20) — il ragionamento seguito non appare pienamente condivisibile. Partendo dal presupposto che solo in deroga al criterio legale possano essere introdotti criteri che consentono di determinare il valore « effettivo » del capitale economico, si giunge alla conclusione che il criterio legale impedisce la determinazione di un valore « effettivo ». Si ritiene, al contrario, in base alle considerazioni svolte nei paragrafi che precedono, che il contenuto dell'art. 2437-ter, comma 2, c.c., rinviando a concetti economici, consenta sufficienti margini per, e richieda agli amministratori di, giungere ad una valorizzazione « *fair* » ed « effettiva » (ammesso che tale definizione abbia rilievo applicativo), delle partecipazioni dei soci che recedono.

Merita menzione, in chiusura dell'analisi dedicata al metodo legale di valutazione delle azioni non quotate, il contenuto « minimale » delle operazioni di valutazione demandate agli

siano quotate su mercati regolamentati, si dovrà invece applicare il criterio legale di valutazione previsto dal comma 3 dell'art. 2437-ter c.c., in ossequio al quale occorre fare «*esclusivo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso*»⁽¹⁹¹⁾. Si tratta di un cosiddetto metodo di valutazione «*diretto*», ossia che fa riferimento «*per l'individuazione del valore dell'azienda, agli effettivi prezzi espressi dal mercato per quote di capitale dell'azienda medesima*»⁽¹⁹²⁾. Anche questo criterio, meno innovativo rispetto alla previgente disciplina di quanto lo sia quello introdotto per le azioni non quotate, solleva diverse considerazioni e alcuni dubbi interpretativi⁽¹⁹³⁾.

Preliminare all'indagine sul criterio in esame è l'esatta definizione dei casi nei quali le azioni da liquidarsi devono ritenersi «*quotate*», e quindi

amministratori così come sintetizzate da L. GUATRI-M. BINI (nt. 146), 780, proprio con riferimento al nuovo criterio disposto dall'art. 2437-ter c.c. Secondo gli studiosi citati, la norma si tradurrebbe «*a*) nel ricorso al *modello misto patrimoniale-reddituale* (W_M), dove il calcolo, se ne è il caso, si svilupperà considerando anche il valore di intangibili specifici (K'); *b*) nel ricorso alla *valutazione patrimoniale* (K o K'), integrata dalla *verifica reddituale* (V). Le combinazioni *consigliate* prevedono inoltre la considerazione, in aggiunta e per ambedue le ipotesi precedenti, della prova dei *moltiplicatori impliciti* (P'''). Questo completamento del processo valutativo adempie anche all'obbligo di tenere conto, indirettamente, del valore di mercato delle azioni. Ciò in quanto i multipli *impliciti* e il loro confronto con un campione di società comparabili sono l'unico modo (in assenza di prezzi espressi direttamente dal mercato, com'è regola nelle società non quotate) per realizzare la comparazione con il mercato».

⁽¹⁹¹⁾ Nella sua genericità, che poteva essere fonte di incertezze applicative, la disposizione previgente, che imponeva semplicemente di valutare le azioni quotate del recedente «*secondo il prezzo medio dell'ultimo semestre*», conteneva probabilmente qualche maggiore margine di flessibilità. È appena il caso di osservare che il valore determinato in applicazione del criterio legale in esame non rappresenta *il* valore di mercato, bensì *un* possibile valore desunto dai prezzi di mercato, come peraltro suggerisce l'intuitiva considerazione che il «*valore di mercato*» non dovrebbe essere calcolato in base a una media di prezzi di diversi mesi anteriori al momento della valutazione, bensì — verosimilmente — a prezzi più recenti.

⁽¹⁹²⁾ G. ZANDA-M. LACCHINI-T. ONESTI (nt. 144), 23 ss., ai quali si rinvia anche per una interessante discussione sull'adeguatezza dei prezzi di borsa quale *proxy* per la determinazione del valore dell'azienda, anche alla luce delle teorie sull'efficienza informativa del mercato (*ivi*, a 37 ss.)

⁽¹⁹³⁾ La formulazione precedente la riforma del 2003 prevedeva che il valore delle azioni quotate del socio recedente fosse determinato «*secondo il prezzo medio dell'ultimo semestre*». P. IOVENITTI, *Scorporo e diritto di recesso: il caso delle società quotate*, in questa *Rivista*, 1979, 645 s., aveva lucidamente indicato, con riferimento a questa disposizione, una serie di questioni aperte, solo parzialmente risolte dalla riforma del diritto societario e dall'evoluzione della disciplina dei mercati regolamentati e quindi tuttora, almeno in parte, attuali.

occorra applicare il terzo e non il comma 2 dell'art. 2437-ter c.c. La questione non è ovvia come si potrebbe forse essere indotti a ritenere. Si ponga mente, infatti, all'ipotesi che successivamente alla delibera che legittima il recesso, ma anteriormente rispetto all'esercizio del diritto, la quotazione venga revocata (ad esempio ai sensi dell'art. 2.5.1, comma 1, del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a.); ovvero che un simile provvedimento intervenga tra l'esercizio del diritto e la liquidazione delle azioni; o immediatamente anteriormente alla delibera che legittima il recesso. In questi casi, le azioni devono comunque considerarsi quotate e quindi la fattispecie rientra nell'ambito di applicazione della disposizione in commento? La questione riguarda, più in generale, la definizione di azioni « quotate » ai fini della disciplina del recesso ⁽¹⁹⁴⁾.

Non è necessario sottolineare la rilevanza pratica del problema: basti pensare alla circostanza che l'applicazione del criterio legale di liquidazione delle azioni non quotate potrebbe condurre alla determinazione di un valore di recesso significativamente differente (inferiore o superiore) rispetto alla media dei prezzi di chiusura dell'ultimo semestre.

Si potrebbe ritenere che la questione debba essere risolta in base al momento nel quale si perfeziona la dichiarazione di recesso e sorge il diritto alla liquidazione delle azioni: se in quel momento le azioni sono quotate, allora si dovrebbe — ove possibile, per quanto si dirà in seguito — applicare il criterio della media dei prezzi semestrali. A seguito della riforma della disciplina del recesso e della possibilità di revocare la delibera che lo legittima, si può discutere, come ricordato in precedenza, se la dichiarazione di recesso si perfezioni quando giunge nella sfera di conoscenza della società, ovvero quando decorre il termine per la revoca di tale dichiarazione (cioè allo scadere dei quindici giorni consentiti per esercitare il diritto, secondo l'interpretazione sopra proposta ⁽¹⁹⁵⁾). Quale che sia la soluzione accolta, tuttavia, una siffatta impostazione rischierebbe di im-

⁽¹⁹⁴⁾ Il problema è richiamato da M. NOTARI, *Commento art. 131* (nt. 3), 1155, che rinvia al citato scritto di P. IOVENITTI (nt. 193), 646 (che segnala il problema senza risolverlo), si limita ad affermare che se la revoca della quotazione avviene nei sei mesi precedenti il recesso viene meno il presupposto dell'applicazione del criterio in esame, in quanto il socio sarà titolare di azioni *non* quotate, senza tuttavia approfondire la questione del « momento » oltre il quale, pur intervenendo revoca, la liquidazione delle azioni debba comunque avvenire in base ad una media di prezzi di mercato. L'Autore citato pare tuttavia aderire alla soluzione di D. GALLETI, *Appunti in tema di recesso da società scissa quotata in borsa*, in *Banca borsa*, 1998, 308, nota 17 che — sempre secondo quanto riporta Notari nel citato scritto, 1155, nota 178 — sostiene coerentemente « l'inapplicabilità del criterio del prezzo medio anche quando la revoca della quotazione sia avvenuta il giorno precedente alla delibera modificativa ».

⁽¹⁹⁵⁾ Cfr. par. 9.

porre al socio recedente gli effetti di una revoca della quotazione sulla liquidazione *successiva* alla propria decisione di recedere.

Pare dunque preferibile ritenere che le azioni siano liquidate come non quotate solo nel caso in cui la revoca della quotazione avvenga in un momento nel quale il socio sia in grado di decidere consapevolmente come comportarsi rispetto a una data delibera e se recedere o meno conoscendo con sicurezza la valutazione delle proprie azioni. Ne conseguirebbe che il socio avrebbe — in linea di principio — diritto alla liquidazione delle azioni secondo il criterio previsto per le società quotate se i titoli risultano quotati (almeno) quindici giorni prima della delibera che legittima il recesso, ossia nel momento nel quale si dovrebbe comunicare la valutazione delle azioni non quotate ai fini dell'eventuale esercizio del recesso. Ovviamente se le azioni sono quotate da meno di un semestre, ci si dovrà chiedere se e in che modo si possa applicare la media alla quale fa riferimento l'art. 2437-ter, comma 3, c.c., questione sulla quale si tornerà tra breve.

Ciò posto con riferimento all'ambito di applicazione del criterio legale in esame, e venendo ad una disamina della regola adottata dal legislatore, una prima notazione meritevole di attenzione riguarda la scelta di impiegare, nel calcolo, i prezzi « *di chiusura* », ossia i prezzi ai quali vengono conclusi i contratti nella fase di chiusura⁽¹⁹⁶⁾. Si deve ricordare che il Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana (art. 1.3) distingue diverse configurazioni di « prezzo »: oltre al prezzo di chiusura, quello di apertura (che si forma durante tale fase delle contrattazioni); il prezzo di riferimento (corrispondente al prezzo di chiusura o, a certe condizioni, alla media ponderata dell'ultimo dieci per cento di strumenti finanziari scambiati); il prezzo medio (rappresentato dalla media ponderata delle quantità scambiate di un dato strumento nel periodo di riferimento sul cosiddetto mercato « *After Hours* »); il prezzo ufficiale (nel mercato telematico azionario, è la media ponderata per le quantità di tutti i contratti conclusi durante la seduta); ed altri ancora⁽¹⁹⁷⁾.

⁽¹⁹⁶⁾ Nel vigore della precedente formulazione dell'art. 2437, v. U. BELVISO (nt. 106), 83, il quale già suggeriva, in via interpretativa, l'utilizzo dei prezzi di chiusura per costruire la media semestrale dei prezzi di borsa cui il vecchio art. 2437, comma 1, c.c. faceva riferimento. Si deve precisare che l'attuale Regolamento dei mercati gestiti da Borsa Italiana s.p.a. non parla di « prezzo di chiusura », bensì di « prezzo di asta di chiusura », nozione alla quale l'espressione utilizzata dal legislatore può essere ricondotta.

⁽¹⁹⁷⁾ Cfr. G. BALP-M. VENTORUZZO (nt. 4), 821. Per una spiegazione del funzionamento tecnico dei mercati regolamentati italiani (e di quelli gestiti da Borsa Italiana s.p.a. in particolare), delle differenti fasi dell'attività di negoziazione e del significato economico dei diversi prezzi che si formano in tali fasi si v. M. ANOLLI, *Il funzionamento dei mercati regolamentati*

Queste configurazioni di prezzo possono presentare differenze non trascurabili. Proprio il prezzo di chiusura, ad esempio, esprime, rispetto al prezzo ufficiale, un dato maggiormente «tendenziale», in quanto emerge da una media calcolata nella sola fase di chiusura gli scambi, senza tenere conto dell'apertura e dell'andamento delle negoziazioni nella fase continua. Le differenze tra, ad esempio, prezzo ufficiale e prezzo di chiusura di una determinata giornata di scambi, tendono tuttavia ad assottigliarsi quando viene calcolata una media di prezzi di mercato su un arco temporale sufficientemente ampio: in altre parole, è ragionevole attendersi una maggiore differenza tra prezzo di chiusura e prezzo ufficiale di un dato giorno, che tra la media dei prezzi di chiusura e la media dei prezzi ufficiali calcolate su un semestre. Ciò in quanto il prezzo di chiusura del giorno « x » influenza l'asta di apertura del giorno « $x+1$ », e quindi il prezzo di apertura di « $x+1$ » che a sua volta incide sull'andamento degli scambi dell'intera giornata⁽¹⁹⁸⁾.

Se la nuova formula fa chiarezza sulla nozione di prezzo che deve essere adottata per la liquidazione delle azioni quotate, l'interprete non può non interrogarsi sulla circostanza che altre disposizioni che fissano un criterio legale per la determinazione del valore delle azioni quotate sulla base di prezzi di mercato non precisano quale configurazione di prezzo debba essere utilizzata. Si pensi, a questo proposito, all'art. 2441, comma 4, secondo periodo, c.c., che prevede che in caso di esclusione del diritto di opzione nei limiti del dieci per cento del capitale sociale il prezzo di emissione corrisponda al «*valore di mercato*» delle azioni, senza tuttavia fornire alcuna indicazione su come calcolare tale valore⁽¹⁹⁹⁾. La stessa regola generale per la determinazione del soprapprezzo in caso di esclusione del diritto di opzione (nelle ipotesi «tradizionali» previste dall'art. 2441 c.c.

in Italia, in A. BANFI (a cura di), *I mercati e gli strumenti finanziari*, Isedi, Torino, 2004, 343 ss., in particolare sulla fase di asta di chiusura e sui relativi prezzi v. 353; sempre sugli aspetti tecnico-economici v., inoltre, P. DE VINCENIIS-P. PIA, *La contrattazione dei titoli azionari*, in M. DAMILANO-P. DE VINCENIIS-E. ISAIA-P. PIA, *Il mercato azionario*, Giappichelli, Torino, 2002, 199 ss., part. 220 s.

⁽¹⁹⁸⁾ La scelta potrebbe fondarsi sulle caratteristiche di ufficialità e validità *erga omnes* dei prezzi di chiusura rispetto a quelli di apertura e «di durante», già rilevate da P. IOVENITTI (nt. 193), 645, che ricorda anche che «un prezzo è tanto più significativo, quanto più è negoziato».

⁽¹⁹⁹⁾ G. BALP-M. VENTORUZZO (nt. 4), 819 ss., ove si ritiene che «il valore di mercato possa essere — almeno in via generale — calcolato a partire da una media ponderata con i volumi scambiati giornalmente dei prezzi medi ponderati (prezzi ufficiali) delle giornate di borsa considerate» (822 s.); S. A. CERRATO, *Commento art. 2441*, in G. COTTINO et al. (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, t. 2, Zanichelli, Bologna, 2004, 1531.

anche anteriormente alla riforma del diritto societario), dispone che il prezzo di emissione tenga conto, «*per le azioni quotate in borsa, anche dell'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre*», senza specificare a quale configurazione di prezzo sia opportuno o necessario fare riferimento⁽²⁰⁰⁾. Ancora, nell'ambito della disciplina delle offerte pubbliche successive totalitarie, l'art. 106, comma 2, T.U.F., prevede che il prezzo di offerta tenga conto del «*prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi*», anche in questo caso senza precisare se si debbano utilizzate prezzi ufficiali, medi, di chiusura o altre configurazioni di prezzo⁽²⁰¹⁾.

Le differenze tra queste nozioni di prezzo, come anticipato in sede introduttiva⁽²⁰²⁾, possono in alcuni casi essere spiegate alla luce delle non coincidenti finalità degli istituti richiamati: ad esempio, la determinazione del prezzo di emissione in caso di limitazione del diritto di opzione richiede margini di flessibilità che potrebbero scongiurare l'adozione di rigidi automatismi⁽²⁰³⁾. L'eterogeneità dei criteri adottati solleva tuttavia qualche perplessità sulla sussistenza di coerenti principi teorici di riferimento sottesi alle differenti formule impiegate dal legislatore. Eterogeneità che, come si vedrà più avanti, potrebbe in alcuni casi avere conseguenze pratiche contraddittorie rispetto alle finalità del sistema.

Un ulteriore interrogativo che la disposizione pone, segnalato da attenta dottrina⁽²⁰⁴⁾ e di crescente rilevanza applicativa a fronte dell'internazionalizzazione dei mercati finanziari, riguarda il caso di azioni quotate contemporaneamente su più mercati regolamentari (cosiddetto *dual listing*), sia direttamente, sia — come più frequentemente accade — tramite la quotazione di certificati rappresentativi di azioni (definiti anche, nella prassi anglosassone, «*depository receipts*»⁽²⁰⁵⁾).

⁽²⁰⁰⁾ V. i contributi citati in nota 8.

⁽²⁰¹⁾ Cfr. sul punto F. CANNELLA (nt. 9), *Commento art. 106*, in P. MARCHETTI-L.A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, t. I, Giuffrè, Milano, 1999, 338, ove si ritiene che per determinare la «*media ponderata di prezzi*, è necessario calcolare la media dei prezzi ufficiali di ciascun giorno di borsa aperta del periodo rilevante, ponderata per le quantità scambiate in quel giorno».

⁽²⁰²⁾ Cfr. par. 1.

⁽²⁰³⁾ Cfr. G. BALP-M. VENTORUZZO (nt. 4), part. 820, ove si ricorda la necessità di uno «*sconto*» di emissione rispetto al prezzo di mercato corrente nelle offerte pubbliche di sottoscrizione, quale condizione per il buon esito dell'operazione di collocamento.

⁽²⁰⁴⁾ Il riferimento è a M. NOTARI, *Commento art. 131* (nt. 3), 1151.

⁽²⁰⁵⁾ Sul tema v. M. VENTORUZZO, *Gli « American Depository Receipts »: problemi in tema di emissione, cross listing e disciplina delle società quotate*, in questa *Rivista*, 2001, 73 ss.

A questo proposito non si può che concordare con chi, già con riferimento alla precedente formulazione del criterio legale di rimborso, riteneva che la liquidazione delle azioni quotate su più piazze finanziarie dovesse avvenire «sulla base dei prezzi (*omissis*) dell'ultimo semestre di tutti i "mercati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea"»⁽²⁰⁶⁾, precisando peraltro che a seguito della crescente facilità — giuridica e tecnologica — degli investitori e degli intermediari stranieri di operare su mercati esteri, nonché dell'unificazione monetaria europea, eventuali differenze tra i prezzi degli strumenti negoziati su borse diverse fossero destinate ad assottigliarsi per effetto di fenomeni di arbitraggio.

A questa conclusione si possono aggiungere due postille. La prima è che qualora sussistano differenze, ancorché limitate, di prezzo tra diversi mercati, si potrebbe rendere necessario il calcolo di una media ponderata con i volumi scambiati sulle diverse piazze finanziarie. La seconda è che il ragionamento potrebbe essere esteso a mercati regolamentati anche non comunitari, quantomeno se riconosciuti⁽²⁰⁷⁾, e probabilmente anche se non riconosciuti, qualora risultino in grado di esprimere prezzi di mercato significativi⁽²⁰⁸⁾. La finalità della disciplina, infatti, è quella di individuare un criterio di valutazione economicamente corretto e certo per gli investitori, circostanza che non pare possa ritenersi *a priori* esclusa dalla quotazione su mercati non comunitari o non riconosciuti, affermazione che potrebbe rivelarsi ancor più condivisibile alla luce dell'imminente abolizione dell'obbligo di concentrazione degli scambi prevista dalla disciplina di fonte comunitaria (direttiva n. 2004/39/CE).

⁽²⁰⁶⁾ M. NOTARI, *Commento art. 131* (nt. 3), 1151, si è ommesso il riferimento ai prezzi «medi», assolutamente corretto nel vigore della precedente disciplina, quando lo studio citato è stato scritto, che tuttavia oggi dovrebbe essere sostituito con il riferimento ai prezzi «di chiusura» contenuto nell'art. 2437-ter, comma 3, c.c. Questo rilievo consente una notazione a margine: almeno in linea teorica, non si può escludere la possibilità che le azioni siano quotate su un mercato regolamentato nel quale gli scambi sono organizzati in modo tale da non prevedere una vera e propria fase di chiusura realizzata tramite asta o, comunque, un prezzo di chiusura equiparabile a quello al quale fa riferimento la disciplina del recesso, rendendo quindi difficile applicare il concetto di prezzo «di chiusura» contenuto nella legge. In questi casi (peraltro, verosimilmente, rari), occorrerà individuare la configurazione di prezzo utilizzata dal mercato di quotazione assimilabile, da un punto di vista economico, al prezzo di chiusura.

⁽²⁰⁷⁾ Ad esempio la Swiss Exchange, riconosciuta con delibera Consob n. 12648 del 4 luglio 2000.

⁽²⁰⁸⁾ Si ricorda, da questo punto di vista, che mercati non comunitari e non riconosciuti sono alcune delle più importanti piazze finanziarie mondiali, quali il NYSE e il Nasdaq statunitensi, sui quali peraltro alcune società italiane hanno azioni quotate sotto forma di ADRs.

Qualche perplessità sorge sulla scelta di adottare una media aritmetica (che attribuisce identico peso ad ogni prezzo utilizzato per il calcolo) per la determinazione del valore delle azioni. Se infatti è vero che « un prezzo è tanto più significativo, quanto più è negoziato »⁽²⁰⁹⁾, si dovrebbe preferire una media che tenga conto, quali parametri di ponderazione, dei volumi di scambio. In questa prospettiva ci si potrebbe chiedere, *de iure condendo*, se non sia opportuno che il processo di valutazione attribuisca pesi diversi (inferiori?) a prezzi più lontani nel tempo, verosimilmente meno significativi rispetto a quelli più recenti, o che siano « scontati », tramite un'appropriata ponderazione, prezzi influenzati da accadimenti societari di natura eccezionale⁽²¹⁰⁾. La scelta del legislatore delegato di adottare una media aritmetica è, tuttavia, esplicita e difficilmente discutibile sul piano interpretativo.

Criticabile in quanto eccessivamente ampio appare, infine, l'orizzonte temporale di riferimento adottato per il calcolo della media. Soprattutto in caso di elevata volatilità dei prezzi di mercato e di eventi societari in grado

⁽²⁰⁹⁾ Così P. IOVENITI (nt. 193), 645. Con specifico riferimento alla liquidazione delle azioni quotate in caso di recesso (nel previgente regime, con considerazione tuttavia attuale), scrive M. NOTARI, *Commento art. 131* (nt. 3), 1152, che sarebbe stato auspicabile utilizzare, « al posto del prezzo di chiusura, il *prezzo ufficiale giornaliero*, che è dato dal prezzo medio ponderato dell'intera quantità di ogni titolo azionario, negoziata nel mercato durante la seduta. Si dà rilievo, in questo modo, al maggior peso che assumono prezzi praticati nell'arco della stessa giornata, a seconda delle quantità scambiate ». Lo stesso Autore, peraltro, mostra maggiore scetticismo rispetto all'ipotesi di ponderare i prezzi giornalieri in ragione dei volumi di scambio della seduta in rapporto ai volumi totali scambiati nel periodo di riferimento per il calcolo della media, temendo l'opinabilità dei criteri di ponderazione rispetto alla media aritmetica (*ivi*, 1153). Se questa precisazione potrebbe essere condivisibile con riferimento a criteri di ponderazione basati su apprezzamenti soggettivi della significatività dei prezzi (anche se, applicando i principi della finanza, si potrebbero adottare criteri di ponderazione razionali e verificabili nella loro correttezza di fondo da parte di esperti della materia), essa non pare altrettanto sicura qualora la ponderazione avvenga sulla base di un dato tendenzialmente oggettivo quanto i volumi scambiati nel giorno rispetto ai volumi totali. A questo proposito, si ricorda che « ponderare i prezzi ufficiali, i quali già emergono dalla media ponderata delle quantità scambiate nel giorno, con pesi dati dai volumi scambiati nelle corrispondenti giornate, non rappresenta affatto una "duplicazione" di ponderazione. Al contrario, un siffatto criterio (*omissis*) consente di tenere conto, *all'interno della singola giornata*, dei prezzi più significativi e, *all'interno del periodo di riferimento*, delle giornate più significative in relazione al volume di scambi », così G. BALP-M. VENTORUZZO (nt. 4), 823.

⁽²¹⁰⁾ Per alcuni spunti su questo problema v. M. NOTARI, *Commento art. 131* (nt. 3), 1157 ss.; si v. inoltre G. BALP-M. VENTORUZZO (nt. 4), 833 ss. (*sub ii*)), ove si discutono alcuni accadimenti nella sfera dell'emittente che possono giustificare uno scostamento dal mero calcolo di una media di mercato nella determinazione del valore di azioni quotate (al fine della determinazione del prezzo di emissione in caso di esclusione del diritto d'opzione).

di incidere sulla significatività dei prezzi maggiormente risalenti⁽²¹¹⁾, si possono avanzare non pochi dubbi sulla capacità di una media calcolata su sei mesi di esprimere un valore in linea con prezzi di borsa attuali al momento del recesso⁽²¹²⁾. *Mutatis mutandis* si potrebbe, in altre parole, estendere alla regola in esame quanto osservato in merito all'arco temporale (in quel caso annuale) previsto dall'art. 106 T.U.F. per il calcolo del prezzo dell'offerta obbligatoria successiva totalitaria: un prezzo medio calcolato su diversi mesi « non sembra adeguato a cogliere in modo affidabile il reale valore di mercato delle azioni », facendo « variare il prezzo (*omissis*) in modo assolutamente casuale, in funzione dell'andamento dei mercati »⁽²¹³⁾.

(211) Si v., sul punto, le importanti indicazioni fornite da M. NOTARI, *Commento art. 131* (nt. 3), 1157 ss., in tema di rettifiche della media dei prezzi in caso di operazioni straordinarie nel corso del semestre.

(212) È peraltro ancora valida la considerazione, formulata prima della riforma, secondo la quale « [è] tutto da dimostrare l'assunto che il legislatore volesse in realtà attribuire al socio dissenziente il diritto ad ottenere *in ogni caso* la sua quota proporzionale del "valore effettivo" del patrimonio sociale, e non si sia invece limitato ad offrirgli questa sorta di "garanzia" aggiuntiva » rispetto alla possibilità di cedere le azioni sul mercato (M. NOTARI, *Commento art. 131* (nt. 3), 1144), considerazione che giustificherebbe la differenza tra il criterio di liquidazione delle azioni quotate e di quelle non quotate. Non si può tuttavia negare che le nuove regole paiono orientate verso una maggiore apertura verso valori « effettivi », « correnti », con la conseguenza che interrogarsi sulla proprietà e sulla correttezza sistematica di una media semestrale, come sostenuto nel testo, non appare privo di fondamento.

(213) C. STEINHAUER, *La nuova legge tedesca sulle offerte pubbliche di acquisto*, in *Giur. comm.*, I, 2002, 402; si esprime criticamente sull'estensione del periodo semestrale anche M. CALLEGARI (nt. 3), la quale ponendo mente anche al dato comparatistico qualifica tale arco temporale come « troppo ampio » (1422). La regola in esame è, peraltro, resa ancor più rigida dalla circostanza che il legislatore imponga l'utilizzo di una media aritmetica, dunque effettuata attribuendo a tutti i prezzi un identico indice di ponderazione e senza poter dunque assegnare peso maggiore, nel calcolo del valore della partecipazione, a prezzi più recenti o comunque ritenuti più significativi. È frequente, ad esempio, nelle valutazioni basate su prezzi di borsa, una ponderazione nella quale si attribuisca maggior rilievo a prezzi formatisi a fronte di più elevati volumi di negoziazione. Qualche margine di flessibilità nel procedimento di valutazione, invero, potrebbe essere ravvisato nell'utilizzo del termine « riferimento »: il legislatore richiede che si faccia « esclusivo riferimento » alla suddetta media di prezzi di chiusura. Non si prevede, dunque, che il valore di liquidazione delle azioni sia « pari » a tale media, bensì che gli amministratori, nella determinazione di tale valore, si riferiscano esclusivamente a tale media. Ora, anche da un punto di vista lessicale, la necessità di fare riferimento ad un elemento di giudizio, ancorché in via esclusiva, non pare implicare assoluta « coincidenza », un pedissequo « appiattimento » del calcolo sul valore di riferimento. Questo spunto potrebbe essere utilizzato per riconoscere agli amministratori qualche (limitato) margine di flessibilità, quantomeno nell'interpretazione dei dati di mercato, consentendo lievi scollamenti rispetto ad una passiva ricezione della media aritmetica dei corsi azionari.

Infine, un delicato problema che la riforma non ha risolto riguarda quei casi nei quali non siano disponibili prezzi di mercato per l'intero periodo semestrale indicato dalla legge, come ad esempio in ipotesi di recente quotazione, ovvero di sospensione delle negoziazioni disposta dalla società di gestione del mercato.

Nel vigore della precedente disciplina sono state sostenute, in proposito, diverse soluzioni. Da un lato vi era chi riteneva che, qualora fosse impossibile applicare il criterio in quanto le azioni non erano state *continuamente* quotate per sei mesi (ad esempio in quanto sospese per alcune giornate di borsa), occorresse rinunciare al calcolo della media ed applicare, in via sussidiaria, il criterio di valutazione delle azioni non quotate⁽²¹⁴⁾. Pare preferibile, da questo punto di vista, la soluzione secondo la quale la disapplicazione del criterio legale deve intendersi come *extrema ratio*, adottabile solo « nei casi in cui risulta *impossibile* attuare il calcolo della media delle quotazioni »⁽²¹⁵⁾.

Si deve peraltro ricordare che, nel sistema previgente, abbandonare il criterio della media dei prezzi di mercato avrebbe potuto condurre all'applicazione del metodo previsto per la valorizzazione delle azioni non quotate, che a differenza del nuovo criterio previsto dall'art. 2437-ter c.c., non consentiva l'espressione di un « *fair value* » ma, piuttosto, di un valore tendenzialmente inadeguato. Comprensibilmente, quindi, anteriormente alla riforma del 2003 la dottrina tendeva a limitare il non utilizzo della media dei prezzi. L'Autore da ultimo citato, in particolare, portava questa tesi sino ai propri limiti, affermando l'applicabilità della media anche nel caso in cui vi fossero solamente due prezzi di mercato ai quali fare riferimento a causa di una prolungata sospensione o di una quotazione recentissima rispetto all'esercizio del recesso⁽²¹⁶⁾. Pur riconoscendo la minore significatività di una media così calcolata, sempre secondo l'Autore del quale si riporta il pensiero, essa si riteneva comunque preferibile alla disapplicazione

(214) V. G. PRESTI (nt. 3), 100, nota 47 ove, in risposta all'interrogativo in questione scrive che « [n]el caso non ci sia stata una quotazione continua negli ultimi sei mesi si dovrebbe applicare il criterio generale previsto per le società non quotate ».

(215) M. NOTARI, *Commento art. 131* (nt. 3), 1154, ove correttamente si osserva che, in caso di sospensione, i prezzi del semestre sono unicamente quelli che si sono formati sul mercato, sebbene numericamente inferiori a quelli che si sarebbero avuti in caso di continuità degli scambi. In questo senso è orientata anche S. CARMIGNANI (nt. 3), 892.

(216) M. NOTARI, *Commento art. 131* (nt. 3), 1157: « La disapplicazione del criterio medio dovrebbe avvenire solo se non vi siano almeno due rilevazioni del prezzo ufficiale, vuoi perché il titolo è rimasto sospeso per tutte o quasi le sedute del semestre, vuoi perché l'ammissione alle negoziazioni si è verificata dopo il penultimo giorno precedente la deliberazione modificativa ».

del criterio legale. Si suggeriva, peraltro, la possibilità di tenere conto dei valori di bilancio qualora le azioni fossero state quotate « per un numero di giorni inferiore alla metà delle sedute svoltesi nel semestre », ma solo se « *superiori al prezzo medio* derivante dalla dalle quotazioni comunque avvenute, salvaguardando così la funzione alternativa e concorrenziale del recesso rispetto alla vendita delle azioni sul mercato » (217). Soluzione, quest'ultima, interessante, ma che sembra discendere più da esigenze equitative e di compromesso tra opposte esigenze, che da un articolato ragionamento economico.

A ben vedere, le diverse tesi richiamate concordano sulla circostanza che, in alcuni casi, l'applicazione del criterio della media dei prezzi di mercato è impossibile (o incoerente con le finalità della disciplina), e quindi non deve essere utilizzato. Ciò su cui le diverse posizioni discordano è *quando* tale condizione si verifichi. Secondo alcuni sarebbe sufficiente che le azioni non risultassero negoziate per un limitato arco temporale rispetto al semestre previsto dalla legge, perché sia necessario ricorrere ad una modalità di valutazione alternativa. Secondo altri, al contrario, il criterio sarebbe applicabile finché nel semestre vi siano almeno due prezzi di chiusura tra i quali calcolare una media aritmetica. Secondo una terza soluzione, infine, si potrebbe distinguere in ragione del fatto che le giornate di negoziazione siano state superiori o inferiori rispetto al numero totale delle sedute del semestre.

A fronte di queste antitetiche ricostruzioni, pare potersi concludere che metodologicamente non è possibile un'unica soluzione valida per tutte le circostanze. Pur concordando, in linea di principio, con l'impostazione secondo la quale la disapplicazione del criterio legale debba essere una soluzione estrema, adottabile solo quando il numero di prezzi di chiusura disponibili per il calcolo della media non consenta una valutazione economicamente significativa, anche alla luce del nuovo criterio di valutazione delle azioni non quotate tale condizione non pare ricorrere esclusivamente quando non esistono nemmeno due prezzi di mercato ai quali fare riferimento.

Se si considera il « sistema » disegnato dal legislatore da un angolo visuale più ampio, la formula per il calcolo del valore delle azioni quotate ha la funzione di determinare un prezzo medio relativo a un orizzonte temporale sufficientemente esteso da consentire una « normalizzazione » dei corsi di borsa dello strumento considerato. Se da un lato — come ritiene Notari —, la semplice circostanza che le negoziazioni non sono state con-

(217) M. NOTARI, *Commento art. 131* (nt. 3), 1157, nota 186 e testo corrispondente.

tinue nel periodo di riferimento non impedisce affatto il calcolo della media (e, anzi, si può ritenere corretto che la media rifletta implicitamente l'eventuale sospensione delle negoziazioni), da tale premessa non discende ineluttabilmente la conclusione che il criterio legale debba essere rigidamente applicato ogni qualvolta è possibile, da un punto di vista meramente matematico, calcolare una media.

Possono infatti immaginarsi situazioni nelle quali, pur disponendo di alcuni prezzi di chiusura astrattamente utilizzabili per il calcolo di una media aritmetica, siffatta media risulterebbe priva di significato economico tenendo conto degli obiettivi sottesi alla formula legale. Si pensi al caso nel quale esistano tre prezzi di chiusura rilevati all'inizio del semestre di riferimento, ma che le azioni siano state successivamente sospese dalle negoziazioni dal gestore del mercato per quasi sei mesi⁽²¹⁸⁾, per essere riammesse solo un paio di giorni prima del momento in cui viene esercitato il recesso, con la conseguenza che si siano formati due prezzi di chiusura a ridosso della delibera che legittima l'*exit*. Una media di uno sparuto numero di prezzi (cinque o sei), peraltro separati da un lungo periodo di sospensione del titolo — eventualmente giustificato proprio da carenza di negoziazione —, non parrebbe condurre ad un valore che possa ritenersi riflettere adeguatamente il valore medio delle azioni nel periodo considerato.

In queste situazioni — che come accennato si ritengono estreme e particolari —, si può allora osservare che il nuovo criterio legale previsto per la liquidazione delle azioni non quotate esaminato nei paragrafi precedenti⁽²¹⁹⁾, che meglio di quello previgente consente di cogliere il valore «effettivo» delle azioni, tenendo anche conto di eventuali prezzi di mercato, potrebbe essere invocato analogicamente, come «correttivo» per giungere alla determinazione di un valore maggiormente realistico di

(218) Si ricorda che, in base all'art. 2.5.1, comma 3, del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a., la sospensione non può avere durata superiore ai diciotto mesi.

(219) Cfr. parr. da 11 a 14. La legge non prevede, con riferimento alla valutazione delle azioni quotate, un obbligo della società di comunicare agli azionisti e agli investitori il «prezzo» del recesso, sulla scorta dell'assunto che la particolare modalità di calcolo, rappresentata da un semplice automatismo matematico, consenta agli investitori di derivare tale valore senza necessità di intervento degli amministratori. È appena il caso di rilevare che, anche alla luce dei casi illustrati nel testo, questo assunto non sempre si realizza; in secondo luogo, anche in assenza di particolari eventi che richiedano un intervento valutativo in qualche misura discrezionale, non pare possibile escludere a priori che la possibilità di esercizio del recesso, e le condizioni di prezzo alle quali tale diritto potrebbe essere esercitato (pur emergenti da un semplice calcolo matematico), debbano essere comunicate al mercato da una società quotata in quanto fatto *price sensitive* rilevante ai sensi dell'art. 114 T.U.F.

quello che emergerebbe dalla rigida applicazione della media di mercato⁽²²⁰⁾.

Questa concolusione appare ancor più solida per il fatto che, frequentemente, la sospensione dalle negoziazioni consegue ad accadimenti traumatici, quale l'ammissione a procedure concorsuali, o a dubbi sulla completezza e correttezza delle informazioni trasmesse al mercato. Si tratta, in ogni caso, di eventi che gettano non poche ombre sulla significatività dei prezzi di mercato del periodo anteriore alla sospensione, circostanza che deve indurre ad una prudenza ancora maggiore nel fondare la valutazione delle azioni sui prezzi di borsa dei quali si dispone. Si ponga mente ad una società sospesa a fronte dell'improvviso manifestarsi di una situazione di crisi che conduce all'ammissione a una procedura concorsuale: nel caso in cui nell'ambito delle operazioni di ristrutturazione gli organi della procedura pongano in essere un'operazione societaria che legittima il recesso, magari a quattro mesi di distanza dalla sospensione, si disporrebbe di prezzi di chiusura relativi ad un periodo pari a solo due mesi rispetto ai sei ai quali la legge fa riferimento, ma economicamente molto poco significativi in quanto anteriori al pieno apprezzamento delle dimensioni della crisi dell'emittente.

In questo caso potrebbe ritenersi opportuno integrare il criterio di valutazione previsto per le azioni quotate con elementi di giudizio derivati dal metodo legale di valorizzazione delle azioni non quotate, soluzione che trova indiretta conferma nel criterio previsto dall'art. 50 del Regolamento emittenti Consob per la determinazione del prezzo al quale deve essere effettuata un'offerta residuale⁽²²¹⁾. Anche in tale fattispecie, che pure rappresenta un caso nel quale la legge intende assicurare ai soci di minoranza una ragionevole possibilità di disinvestimento a fronte di una radicale modifica degli assetti proprietari dell'emittente, è previsto il riferimento, oltre che ai

(220) Facendo leva sull'accentuata differenziazione tra il « modello » della società con azioni quotate e non, M. CALLEGARI (nt. 3), 1422, nota 4, ritiene preferibile escludere l'applicabilità del criterio previsto per le azioni non quotate a quelle quotate anche nel caso in cui sia a disposizione, per il calcolo della media, un esiguo numero di prezzi di chiusura. Pur tenendo conto delle ben note differenze tra i modelli societari, tuttavia, si ritiene che tale argomento non sia del tutto conferente. Da questo punto di vista, infatti, pare più significativo osservare che il più flessibile criterio per il calcolo del valore delle azioni non quotate può, sostanzialmente, condurre ad una determinazione più corretta dal punto di vista economico laddove il criterio della media dei prezzi di chiusura risulti economicamente impossibile da applicare, a meno di accontentarsi di una media priva di alcun significato finanziario, come nell'esempio indicato nel testo.

(221) In materia sia consentito rinviare a M. VENTORUZZO (nt. 9), 424 ss. Cfr. *supra*, nota 140.

prezzi di mercato e all'eventuale prezzo di precedenti offerte pubbliche, ad elementi quali la consistenza patrimoniale effettiva della società e le sue prospettive reddituali, ai quali anzi è dato rilievo proprio a causa della limitata significatività dei corsi azionari in caso di rarefazione del flottante. Sebbene non si tratti di un argomento interpretativo decisivo, pare ragionevole ritenere che una simile logica potrebbe guidare anche la determinazione del valore delle azioni quotate in caso di recesso, qualora i prezzi di mercato disponibili non ne esprimano il *fair value*.

16. Un problema delicato che occorre affrontare in ogni procedimento di valutazione di partecipazioni sociali riguarda l'esatta individuazione del momento al quale la valutazione deve essere riferita. Nelle società di persone, l'art. 2289, comma 2, c.c. chiarisce che la valutazione della partecipazione del socio recedente deve essere « *fatta in base alla situazione patrimoniale della società nel giorno in cui si verifica lo scioglimento* ». Anche il criterio legale per la valutazione delle azioni del socio di società per azioni precedente a quello introdotto dalla riforma del diritto societario, riferendosi al patrimonio sociale risultante dall'ultimo bilancio di esercizio, fissava un preciso istante temporale al quale il calcolo era riferito. La nuova disciplina del recesso nelle società per azioni non quotate, al contrario, non chiarisce questo fondamentale aspetto, prevedendo solo, al comma 5 dell'art. 2437-ter c.c., che i soci hanno diritto a conoscere tale valore almeno quindici giorni prima della data fissata per l'assemblea che potrebbe legittimare il recesso ⁽²²²⁾.

Da questa regola discende che la valutazione dovrà riferirsi a un momento *anteriore* all'assemblea di almeno quindici giorni, senza tuttavia ulteriori indicazioni. È appena il caso di osservare che i risultati del procedimento valutativo potrebbero essere ben diversi se riferiti, in ipotesi, a tre mesi o a tre settimane prima della riunione assembleare. L'assenza di un preciso riferimento temporale per la valutazione induce, invero, a ritenere

⁽²²²⁾ Sebbene la legge si limiti ad affermare che i soci hanno diritto di conoscere la valutazione, di prenderne visione e ottenerne copia a proprie spese, si ritiene che la modalità per l'adempimento di questo obbligo sia rappresentata dal deposito della relazione di stima — in forma scritta — presso la sede della società. Occorre peraltro segnalare il problema dell'applicabilità di tale regola al caso di assemblea totalitaria, dunque non convocata, caso che potrebbe porsi in società per azioni con un limitato numero di soci. Si ritiene che, in questo caso, l'instabilità della riunione e il potere attribuito al singolo socio dal comma 4 dell'art. 2366 c.c. consenta di ritenere sufficientemente tutelata la posizione dei soci intenzionati a recedere, che se non ricevessero adeguate informazioni in merito al valore di liquidazione delle azioni, potrebbero opporsi alla discussione.

che essa debba essere il più vicino possibile alla data della sua necessaria comunicazione, per risultare in linea con l'effettivo valore delle azioni al momento del recesso. Se questa considerazione consente di escludere la legittimità di valutazioni molto antecedenti la data della riunione (in ipotesi, dodici mesi), essa lascia interpreti e operatori nell'incertezza con riferimento ad una serie di ipotesi meno estreme. Non si fatica ad immaginare, così, che possano nascere contenziosi qualora la valutazione sia riferita ad un momento che precede di poche settimane il termine per il suo deposito, se nelle settimane seguenti, in linea teorica ancora utili per il calcolo del valore delle azioni, intervengano eventi o operazioni societarie (quale ad esempio la stipulazione di un importante contratto d'appalto, o l'esito favorevole di un contenzioso giudiziario che consenta la «liberazione» di fondi rischi precedentemente costituiti) che avrebbero l'effetto di incrementare la valutazione delle azioni del socio recedente.

Il legislatore ha preferito tuttavia non dettare una regola rigida in merito a questo aspetto, lasciando l'individuazione del corretto momento al quale riferire il calcolo alla diligenza degli amministratori⁽²²³⁾, ferma restando la possibilità — come si vedrà più avanti — di ricorrere ad un arbitratore in caso di disaccordo sul procedimento seguito e, quindi, sui risultati della valutazione. Si tratta tuttavia di un punto sul quale gli statuti potrebbero intervenire al fine di ridurre i margini di incertezza lasciati aperti dal legislatore, prevedendo ad esempio che la valutazione possa essere riferita a un momento anteriore, ma non oltre un certo lasso temporale, la delibera che legittima il recesso.

L'individuazione del momento al quale la valutazione deve essere riferita solleva, peraltro, un delicato problema nei casi — di possibile grande rilevanza, soprattutto nelle società non quotate — nei quali il presupposto del recesso non è rappresentato da una deliberazione di modifica dello statuto⁽²²⁴⁾. Ci si deve infatti chiedere se, in tali ipotesi, il valore delle azioni

(223) Nell'individuazione del momento al quale riferire la valutazione, gli amministratori non potranno ovviamente prescindere da considerazioni pratiche ed esigenze operative, non essendo possibile attendere gli ultimi giorni anteriori al deposito previsto dall'art. 2437-ter c.c. per svolgere gli spesso complessi calcoli sottesi alla valorizzazione delle partecipazioni azionarie. Gli amministratori dovranno quindi trovare il giusto compromesso tra attualità della valutazione e tempi necessari per le operazioni materiali di stima.

(224) Si pensi al caso in cui lo statuto preveda la possibilità di recedere al verificarsi di determinate ipotesi attinenti l'attività della società, quale ad esempio il mancato rinnovo di certi contratti con soggetti terzi o di concessioni pubbliche. In tali frangenti, tra il momento nel quale si verifica il presupposto del recesso e quello nel quale tale circostanza è conosciuta (o — secondo quanto discusso in precedenza — «conoscibile») da parte del socio e quindi il recesso viene esercitato, può intercorrere un intervallo temporale anche di diversi mesi.

debba essere calcolato facendo riferimento al momento nel quale si è verificato il presupposto del recesso, ovvero al (successivo) momento nel quale, essendo il fatto conosciuto o conoscibile da parte del socio, il diritto può essere esercitato.

L'effetto della seconda soluzione indicata sarebbe, evidentemente, quello che il valore delle azioni ai fini del recesso varierebbe in ragione del momento nel quale il diritto può essere fatto valere, con la possibile conseguenza, peraltro, che se il presupposto del recesso si rende noto (o conoscibile) a soci differenti in momenti diversi, essi potrebbero in linea teorica vedersi liquidare le azioni a valori non coincidenti. Pare questo un risultato non accettabile, foriero di comportamenti abusivi sia da parte dei soci, sia da parte della società, quale ad esempio una intenzionale dilazione del momento nel quale il fatto legittimante il recesso si possa ritenere conosciuto o conoscibile al fine di sfruttare eventuali oscillazioni del valore delle azioni.

Ne consegue che quando il recesso si fonda su un fatto diverso da una deliberazione assembleare di modifica del contratto sociale, il calcolo del valore delle azioni ai fini del disinvestimento deve essere riferito al momento nel quale il presupposto si è verificato⁽²²⁵⁾.

Ciò posto in via generale, sempre in merito al problema del momento al quale riferire la valutazione delle azioni in caso di recesso legittimato da fatto diverso da una delibera, si devono chiaramente distinguere la disciplina delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e delle altre società. Nelle prime, infatti, il divieto di prevedere in via statutaria ulteriori ipotesi di recesso ha quale effetto che il problema indicato si porrà solo nei (pochi) casi previsti dalla legge di recesso fondato su fatti diversi da una delibera. Peraltro, poiché nell'insieme delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio rientrano anche le società con azioni quotate, alle quali si applica il rigido criterio di valutazione delle azioni basato sulla media dei prezzi semestrali (*ex art. 2437-ter*, comma 3, c.c.), in tali casi la questione si dovrebbe semplificare ulteriormente.

Nelle società quotate, le ipotesi nelle quali il recesso può conseguire a un fatto diverso da una modifica dello statuto si limitano sostanzialmente alle previsioni dell'art. 2497-*quater*, comma 1, lett. *a*) e *b*), ossia recesso a seguito di modifica dell'oggetto sociale della capogruppo o esercizio vittorioso dell'azione di responsabilità nei confronti del soggetto che esercita

(225) Condivide questa soluzione anche F. ANNUNZIATA (nt. 3), 98, ove si legge che « appare plausibile ritenere che il termine coincida con la data di assunzione della decisione da parte dell'organo competente (ad esempio, consiglio di amministrazione), ovvero con la data in cui si verifica il fatto che legittima il recesso ».

direzione e coordinamento *ex art.* 2497 c.c. Non invece al caso di inizio o fine dell'attività di direzione e coordinamento (lett. *c*) dell'art. 2497-*quater*, comma 1, c.c.), applicabile alle sole società non quotate; né ad ulteriori ipotesi previste dallo statuto, poiché l'art. 2437 c.c. consente questa possibilità alle sole società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

La lett. *b*) dell'art. 2497-*quater*, comma 1, c.c., presuppone che a favore del socio recedente sia stata pronunciata sentenza di condanna al risarcimento dei danni subiti ai sensi dell'art. 2497 c.c. In questo caso la conoscenza della pronuncia giudiziaria da parte del socio-attore avverrà, di regola, a breve distanza dal fatto che legittima il recesso (la sentenza stessa), e peraltro per la società sarà relativamente semplice dimostrare l'avvenuta conoscenza del presupposto del recesso. Ammettendo che, in questo caso, i sei mesi per il calcolo della media dei prezzi decorrano a ritroso dal verificarsi dell'evento che apre la porta al recesso (l'esistenza di una sentenza esecutiva), non dovrebbe verificarsi un significativo scollamento temporale tra tale momento e la sua conoscenza da parte del socio.

La seconda ipotesi di una certa rilevanza nella quale il recesso può per legge conseguire ad un evento societario diverso da una delibera assembleare della società dalla quale si intende recedere, è prevista dalla lett. *a*) dell'art. 2497-*quater*, c.c. quando « *la società o dell'ente che esercita attività di direzione e coordinamento ha deliberato una trasformazione che implica il mutamento del suo scopo sociale, ovvero ha deliberato una modifica del suo oggetto sociale* » in grado di incidere sensibilmente sulla società soggetta a direzione e coordinamento. La circostanza che la modificazione avvenuta nella sfera del soggetto che esercita direzione e coordinamento consegua, secondo il tenore letterale dell'art. 2497-*quater* c.c., ad un'attività deliberativa, ovviamente non consente di applicare a questo caso il termine per l'esercizio del recesso di quindici giorni dall'iscrizione della delibera nel registro delle imprese, previsto dall'art. 2437-*bis* c.c. È infatti evidente che tale termine è riferito unicamente ai casi nei quali il recesso è fondato su una modifica dello statuto della società dalla quale si intende recedere, senza contare la circostanza che l'ente che esercita la direzione e il coordinamento, almeno in linea teorica, potrebbe non essere soggetto ad obblighi di pubblicità costitutiva (ad esempio, una società in nome collettivo). Le modifiche deliberate dall'ente che esercita direzione e coordinamento, dunque, devono essere considerate — ai fini che qui rilevano — un « fatto » diverso da una deliberazione della società dalla quale si vuole recedere, che consente quindi l'esercizio del diritto a seguito della sua conoscenza, o conoscibilità, da parte del socio.

Se si condivide questa impostazione, il momento al quale riferire la valorizzazione delle azioni, secondo la soluzione sopra indicata come preferibile, dovrebbe essere collocato al verificarsi del presupposto del recesso, ossia al momento della delibera di modifica dello scopo sociale o dell'oggetto dell'ente che esercita direzione e coordinamento.

Importanti problemi interpretativi si pongono anche per le società per azioni non quotate. Il criterio previsto dal codice civile per la determinazione del valore della partecipazione del socio recedente, infatti, non specifica un momento di riferimento per il procedimento estimativo, lasciando all'interprete il compito di individuare tale elemento del calcolo. Nei casi previsti dalla legge di recesso basati su fatti diversi da una deliberazione, tra i quali si comprende anche l'inizio e la fine della direzione e coordinamento, l'individuazione dell'istante temporale al quale riferire la valutazione potrà effettuarsi sulla base del principio, sopra enunciato, secondo il quale esso dovrebbe coincidere con l'evento che consente il recesso⁽²²⁶⁾. Tale principio potrà applicarsi anche nelle ipotesi di recesso statutarie fondate su fatti diversi da una deliberazione, fermo restando che in questi casi lo stesso contratto sociale potrà disciplinare — nel rispetto delle finalità dell'istituto — questo delicato aspetto della valutazione delle azioni, eventualmente introducendo criteri diversi da quello appena indicato.

17. Connessa alla questione del momento al quale la valutazione deve essere riferita, è quella del rilievo di eventi futuri nel calcolo del valore delle azioni. Come si è avuto occasione di accennare poco sopra, i nuovi criteri legali di valutazione applicabili alle società non quotate comprendono elementi di giudizio prospettici: si pensi non solo al riferimento alle « prospettive » reddituali, ma anche alla circostanza che il rilievo attribuito ai prezzi di mercato, che « scontano » informazioni e aspettative sul futuro, da un punto di vista economico comporta che, nella valutazione delle azioni, si tenga indirettamente conto di fatti di là da venire.

Un problema particolare si può tuttavia porre quanto il recesso è collegato ad un'operazione di finanza straordinaria che richiede modifiche statutarie legittimanti l'esercizio dell'*exit*. Si pensi, in particolare, a fusioni o scissioni che comportino modificazione dell'oggetto sociale. In questi casi

(226) Nel caso di recesso a fronte dell'inizio o della fine dell'attività di direzione e coordinamento, alla luce della presunzione che lega tale attività con l'assoggettamento al controllo, si può ritenere che l'acquisto (o la cessione) del controllo di una società per azioni rappresenti l'evento legittimante il recesso con riferimento al quale deve essere effettuato il calcolo del valore delle azioni.

ci si potrebbe chiedere se, nella valorizzazione delle azioni del recedente, occorra tenere conto degli effetti economici dell'operazione.

La risposta deve essere negativa: il socio che decide di disinvestire proprio in quanto non ha concorso all'approvazione della delibera non può beneficiare (né essere pregiudicato), in sede di recesso, dei possibili effetti positivi (o negativi) derivanti proprio dall'operazione a causa della quale egli ha deciso di dissociarsi dal vincolo corporativo.

Questo principio, noto come «*prohibition against post-acquisition gains*», è pacificamente affermato nella giurisprudenza e nella dottrina americane con riferimento alla valutazione delle azioni in caso di *appraisal right* esercitato da un azionista dissenziente rispetto ad un'operazione di fusione, e ha un preciso fondamento normativo in molte leggi statali: «[u]nder many state statutes, the dissenting shareholder is not to be allowed a value enhanced by the prospective benefits of the merger, consolidation, or sale in which he refuses to participate»⁽²²⁷⁾. Sebbene nella più recente giurisprudenza statunitense si sia occasionalmente registrata una maggiore apertura alla tesi secondo la quale nella valutazione della partecipazione del socio uscente occorrerebbe tenere conto anche delle sinergie prospettiche della fusione dalla quale egli dissente⁽²²⁸⁾, un siffatto approccio, severamente criticato in dottrina⁽²²⁹⁾, è stato, in un importante caso, rigettato dalla Corte Suprema del Delaware⁽²³⁰⁾.

Nel nostro ordinamento, una recente decisione della Suprema Corte ha affrontato, sebbene con riferimento a una controversia sorta nel vigore della precedente disciplina, un problema che rientra, *lato sensu*, nella questione in esame⁽²³¹⁾. Il caso, del quale merita sintetizzare i fatti alla base della con-

⁽²²⁷⁾ J.D. COX-T.L. HAZEN (nt. 19), 1384; J.A. FINKELSTEIN-R.C. SILBERGLIED, *Technicolor IV: Appraisal Valuation in a Two-Step Merger*, in *Bus. Law.*, 1997, 801 ss. Nella giurisprudenza del Delaware cfr. *Gonsalves v. Straight Arrow Publishers*, 701 A.2d 357 (Del. 1997).

⁽²²⁸⁾ Cfr. *Cawley v. SCM Corp.*, 530 N.E.2d 1264 (N.Y. 1988), nella quale si afferma la possibilità di tener conto di vantaggi non speculativi derivanti dalla fusione; *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 684 A.2d 289 (Del. 1996), che propone un'interpretazione restrittiva della disposizione di legge che esclude dal calcolo del valore delle azioni gli effetti della fusione, giungendo ad affermare che occorre dare rilievo alle sinergie che si realizzano tra l'accordo di fusione e la formale realizzazione dell'operazione (il momento che nel nostro ordinamento coincide con l'iscrizione dell'atto di fusione nel registro delle imprese). V., *amplius*, J.D. COX-T.L. HAZEN (nt. 19), 1385, nota 48.

⁽²²⁹⁾ Cfr. V. BRUDNEY-M.A. CHIRELSTEIN, *Fair Shares in Corporate Merger and Takeovers*, in *Harv. L. Rev.*, 1974, 297 ss., a 308 s.

⁽²³⁰⁾ *M.P.M. Enterprises, Inc. v. Gilbert*, 731 A.2d 790 (Del. 1999).

⁽²³¹⁾ Si tratta di Cass., 26 agosto 2004, n. 17012, la massima si può leggere in *Società*,

troversia, riguarda la nota fusione di Montedison s.p.a. e Ferruzzi Agricola Finanziaria s.p.a. dell'inizio degli anni Novanta. L'assemblea straordinaria della Ferruzzi, quotata in borsa, deliberò il 6 novembre 1990 un aumento gratuito del capitale sociale e, contemporaneamente, la fusione per incorporazione della Montedison s.p.a.; l'operazione avrebbe implicato il mutamento dell'oggetto e della denominazione sociale della Ferruzzi. Un socio, assente alla delibera in esame, esercitò il diritto di recesso. Materia del contendere fu il numero delle azioni per le quali il socio dissenziente avrebbe potuto esercitare il recesso: secondo il recedente, si sarebbe dovuto tenere conto non solo delle 140.000 azioni detenute al momento della deliberazione, bensì anche di ulteriori 60.000 azioni rinvenienti dall'aumento gratuito del capitale sociale. La Corte, ritenendo le due delibere connesse, concordò con il giudice di merito, secondo il quale — nella ricostruzione offerta dalla Cassazione — «l'aumento gratuito del capitale e la modificazione dell'oggetto sociale» erano «strumentali alla contestuale deliberazione di fusione: di modo che il socio dissenziente da una di dette decisioni non avrebbe potuto pretendere di beneficiare degli effetti dell'altra» ⁽²³²⁾.

Sebbene la decisione richiamata riguardi un caso non perfettamente coincidente con il problema in esame, essa afferma il condivisibile principio che la liquidazione della partecipazione del socio recedente non può tenere conto degli effetti dell'operazione dalla quale egli dissente esercitando il recesso, né — ed anzi su questo specifico aspetto si soffermano i giudici — di operazioni connesse da un legame funzionale con essa, pur adottate con delibere formalmente separate rispetto a quella che consente il recesso ⁽²³³⁾. Tale conclusione non è in contraddizione con la possibilità di tenere altrimenti conto di elementi prospettici nella valorizzazione delle azioni: semplicemente si ritiene che, a fronte di operazioni di fusione o scissione, le «prospettive reddituali» e gli altri elementi di giudizio possano (e debbano) dare rilievo alla possibile continuazione dell'attività d'impresa della società considerata, prescindendo tuttavia dall'eventuale aggregazione aziendale, atteso che il socio recedente rifiuta di partecipare all'ope-

2005, 46; pubblicata in *Riv. notariato*, 2005, II, 141 ss., con nota di M. CHIRILLI, *Diritto di recesso e rimborso delle azioni nella riforma del diritto societario*, 146 ss.

⁽²³²⁾ Cass., 26 agosto 2004, n. 17012, 2 del provvedimento.

⁽²³³⁾ Introducendo, peraltro, un delicato *discrimen* tra deliberazioni «connesse» e «funzionali» alla realizzazione dell'operazione che conduce al recesso, delle quali l'investitore «dissenziende» non potrà «avvantaggiarsi» ai fini della liquidazione della propria partecipazione, e deliberazioni che non presentano un siffatto legame di mezzo a fine con la decisione che legittima l'*exit*.

razione e rinuncia, nel bene e nel male, alle sue potenziali conseguenze. Il problema che un siffatto calcolo, e la distinzione tra prospettive reddituali legate alla fusione e indipendenti dalla stessa, possa essere delicato da un punto di vista tecnico-valutativo, non incide ovviamente sulla validità del principio esposto.

18. Il valore di una partecipazione in società non può essere calcolato semplicemente moltiplicando quello della singola azione per il numero di titoli che compone il pacchetto azionario detenuto, così come per passare dal valore del patrimonio sociale a quello delle singole partecipazioni non è sufficiente dividere il primo per la percentuale di capitale che ognuna di esse rappresenta. È infatti noto che se il « valore », comunque definito, di una singola azione è pari, in ipotesi, a cinque euro, non necessariamente il valore di una partecipazione pari al cinque per cento del capitale sociale, corrispondente a centomila azioni, sarà pari a cinquecentomila euro⁽²³⁴⁾.

Può infatti essere necessario tenere conto dei cosiddetti « premi » o « sconti » connessi al possesso di una determinata quota del capitale sociale che dipendono, tra l'altro, dagli assetti proprietari dell'emittente. Così, nell'esempio precedente, il valore di una partecipazione pari al cinque per cento del capitale potrà risultare radicalmente differente nel caso di società ad azionariato diffuso, nella quale tale partecipazione consenta di incidere sugli equilibri di potere all'interno della società, o in una società nella quale esiste un azionista che detiene stabilmente il controllo, di fatto o di diritto, dell'assemblea. Se la determinazione del valore della partecipazione fosse effettuata in base alla teoria e alla prassi valutativa, nel primo caso il calcolo potrebbe richiedere l'applicazione di un premio rispetto alla mera moltiplicazione del valore unitario per il numero delle azioni, mentre nel secondo caso potrebbe risultare opportuno tenere conto di uno sconto di minoranza. Ancora, il riconoscimento di un « premio » rispetto al mero calcolo di un multiplo del valore unitario delle azioni potrebbe discendere dalla circostanza che il « pacchetto » del socio recedente consente il ricorso a strumenti di tutela delle minoranze condizionati al possesso di una soglia rilevante di partecipazione (si pensi all'azione sociale di responsabilità delle

⁽²³⁴⁾ Su questi temi si v. diffusamente, L. GUATRI-M. BINI (nt. 146), 896 ss.; L. GUATRI (nt. 146), 393 ss.; G. ZANDA-M. LACCHINI-T. ONESTI (nt. 144), 453 ss. sugli sconti di minoranza e 475 ss. sui premi di maggioranza; in materia di premi e sconti nel mercato del controllo, e su come essi possano concorrere a giustificare le differenze tra « valore » e « prezzo », si v. inoltre M. MASSARI-L. ZANETTI, *Valutazione finanziaria*, McGraw-Hill, Milano, 2004, 360 ss.

minoranze, alla possibilità di impugnare le deliberazioni assembleari ai sensi dell'art. 2377 c.c., alla denuncia al collegio sindacale o al tribunale, e così via) ⁽²³⁵⁾.

A fronte del tenore letterale dell'art. 2437-ter c.c. sorge quindi spontanea la domanda se di tali premi e sconti si possa — e quindi, almeno in certi casi, si debba — tenere conto nella liquidazione delle azioni del recedente. La questione, formulata in termini più generali, risulta immediatamente di grande rilievo anche dal punto di vista sistematico: si tratta, infatti, di decidere se la valutazione prevista dall'art. 2437-ter abbia ad oggetto le «azioni», singolarmente considerate e prescindendo dal rilievo assunto dai pacchetti azionari per i quali si esercita il recesso, ovvero anche, ove possibile, la «partecipazione» del socio recedente.

I pochi autori che hanno affrontato la questione commentando le nuove norme sono orientati in senso divergente: per alcuni, «si potrebbe tenere conto anche delle maggiorazioni che i titoli presentano a seconda della consistenza del pacchetto azionario» ⁽²³⁶⁾; mentre altri escludono che «la determinazione del valore di liquidazione (*omissis*) possa farsi se non per una azione» ⁽²³⁷⁾.

Questa seconda soluzione appare certamente condivisibile con riferimento delle azioni quotate ⁽²³⁸⁾, mentre maggiori dubbi potrebbero sorgere

⁽²³⁵⁾ Si noti, peraltro, che il mercato tiene frequentemente anche conto dei cosiddetti sconti di «liquidità», legati a quel fenomeno per il quale, tra due partecipazioni entrambe di minoranza, quella più consistente potrebbe risultare meno facile da liquidare, almeno unitariamente, proprio in ragione della propria maggiore rilevanza. Tale sconto potrebbe essere superiore rispetto a quello, applicato a partecipazioni inferiori, legato alla impossibilità di accedere a certi strumenti di autotutela, con la conseguenza che una partecipazione pari al 3 per cento potrebbe essere scambiata con uno sconto superiore rispetto a quello applicato a una partecipazione pari all'1,5 per cento. Cfr. R. A. BOOTH, *Minority Discounts and Control Premiums in Appraisal Proceedings*, disponibile su <http://ssrn.com> (ultima visita 26 febbraio 2005), ove anche una interessante ricostruzione dell'evoluzione della questione nella giurisprudenza americana, che pare maggiormente incline a riconoscere l'applicabilità di sconti di minoranza di liquidità (secondo quanto appena richiamato) rispetto a sconti di minoranza legati alla minor influenza sulla vita della società dei titolari di pacchetti azionari minoritari.

⁽²³⁶⁾ M. CALLEGARI (nt. 3), 1425.

⁽²³⁷⁾ G. DE NOVA (nt. 3), 335, con la conseguenza che «il socio che ha in animo di recedere può ottenere un prezzo maggiore» cedendo le azioni a terzi, se ben si intende, «rispetto al valore di liquidazione, se la partecipazione è tale da comportare un premio (ad esempio perché, pur essendo di minoranza garantisce la partecipazione alla gestione in base a patti parasociali) rispetto al mero multiplo del valore di liquidazione, che è appunto un valore determinato per una azione».

⁽²³⁸⁾ Il rispetto del principio di parità di trattamento degli azionisti, esplicitamente sancito dal Testo Unico della Finanza per gli emittenti quotati (art. 92 T.U.F.), ma che può rite-

con riferimento alle azioni non quotate. Si anticipa subito che anche in questo caso appare più convincente la conclusione che esclude la rilevanza di premi e sconti dovuti alla consistenza del pacchetto di azioni per le quali si recede, ma si devono ben comprendere le ragioni sulle quali tale soluzione si fonda.

Procedendo con ordine, la circostanza che al momento della determinazione del valore delle azioni gli amministratori non sappiano quanti azionisti eserciteranno il recesso, né per quale numero di azioni (possibilità di recesso parziale), parrebbe già indurre a ritenere che la valutazione non possa che essere riferita alla *singola* azione, senza previsione di premi o sconti di sorta. In assenza di tali informazioni parrebbe infatti necessario che la società indichi un valore unitario, prescindendo dalla posizione del singolo azionista, sulla scorta del quale i soci decideranno se e per quante azioni ricorrere al disinvestimento.

Questo primo rilievo non sarebbe tuttavia decisivo: dalla necessità di comunicare ai soci anteriormente alla delibera che legittima il recesso il valore delle azioni non discendono, infatti, ostacoli insormontabili alla previsione di premi di maggioranza o sconti di minoranza. La relazione di valutazione potrebbe, infatti, indicare i criteri in base ai quali, alla luce degli assetti proprietari, si darà rilievo alla consistenza del pacchetto azionario per il quale è esercitato il recesso. Se tali correttivi sono contenuti entro limiti « fisiologici », la relativa indeterminatezza della valutazione pre-assembleare non vanificherebbe le esigenze di *disclosure* sottese all'obbligo di preventiva informazione.

Proprio nel caso delle azioni non quotate, peraltro, conforterebbe quest'interpretazione il riferimento, contenuto nel criterio legale di valutazione, al « *valore di mercato delle azioni* ». In base a quanto discusso in precedenza ⁽²³⁹⁾, nelle società non quotate, se anche esiste un « mercato » delle

nersi applicabile, almeno parzialmente, anche nelle società non quotate (sul punto sia consentito rinviare a M. VENTORUZZO, *Commento art. 92*, in P. MARCHETTI-L.A. BIANCHI, *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza. Commentario*, Giuffrè, Milano, 1999, 9 ss., ove riferimenti bibliografici), non esclude la possibilità di tenere conto di premi e sconti nella valutazione della singola partecipazione sociale *vis-à-vis* i particolari assetti proprietari della società considerata. Il principio di parità, infatti, impone di evitare un trattamento diseguale di azionisti che, rispetto ad una determinata finalità, operazione, o regola si trovano nelle stesse condizioni, ma non esclude — anzi, in certi casi richiede — di differenziare il trattamento di investitori che si trovano in condizioni non identiche. La risposta negativa alla possibilità di tener conto di premi e sconti di maggioranza o minoranza, come si discuterà nel testo, deve dunque avere un fondamento differente da un generico appello alla parità di trattamento.

⁽²³⁹⁾ V. *supra*, par. 14.

azioni, esso non esprime — come invece nel caso di titoli negoziati su mercati regolamentati — prezzi « unitari », bensì, più verosimilmente, prezzi di « pacchetti » azionari che sono stati oggetto di cessione. I prezzi pagati per tali « pacchetti » azionari potrebbero includere premi e sconti di maggioranza e minoranza: gli amministratori, per dare il giusto rilievo ai prezzi desunti dal mercato, dovranno allora tenere conto di tali elementi, eventualmente scomputandoli ai fini del calcolo del valore di mercato *unitario* dell'azione ⁽²⁴⁰⁾. Così come gli amministratori non possono ignorare il fenomeno dei premi e degli sconti utilizzando, come impone la legge, l'eventuale valore di mercato delle azioni quale elemento per la determinazione del loro valore ai fini del recesso, parrebbe corretto che di tale fenomeno si tenga specularmente conto *anche* in sede di liquidazione della partecipazione del socio recedente. Anzi, si potrebbe sostenere che il dovere di tenere conto dell'eventuale « *valore di mercato* » delle azioni, previsto dal comma 2 dell'art. 2437-ter c.c., evochi proprio la necessità di attribuire rilievo a sconti e premi, ove necessario per giungere a una determinazione « *fair* » ⁽²⁴¹⁾.

L'argomento decisivo a favore della soluzione che nega il rilievo di premi e sconti nella liquidazione delle azioni del socio recedente si deve,

⁽²⁴⁰⁾ Un esempio realistico potrebbe essere quello nel quale, nei tre mesi anteriori la valutazione, sono state oggetto di cessione una partecipazione di controllo di fatto (pari, in ipotesi, al trenta per cento delle azioni ordinarie) e due partecipazioni di minoranza (una pari al dodici per cento ed una pari all'uno per cento). Si ipotizzi che la partecipazione di controllo, pari al trenta per cento del capitale sociale corrispondente a tremila azioni, sia stata pagata un prezzo pari a novecentomila euro: da tali dati non si dovrebbe certo desumere che il « valore » che il mercato attribuisce alla singola azione, ai fini del recesso, sia pari a trecento euro (che risulterebbe dividendo novecentomila euro per tremila azioni). Al contrario, un corretto procedimento di valutazione dovrebbe indurre ad individuare un premio di controllo — si ipotizzi pari a trecentomila euro —, scomputarlo dal prezzo pagato per l'acquisto della partecipazione di controllo, e solo a quel punto determinare il valore di mercato della singola azione (che risulterebbe, nell'esempio proposto, pari a duecento euro). Analogo ragionamento potrebbe essere esteso ai dati relativi a cessioni di partecipazioni di differente ammontare, che non possono essere semplicemente recepiti passivamente dagli amministratori ai fini del calcolo del valore di liquidazione, ma devono essere correttamente interpretati.

⁽²⁴¹⁾ Non ci si nasconde, peraltro, che l'elevata alea soggettiva connessa ad un siffatto calcolo, aggiungendosi ai margini di discrezionalità già propri del procedimento di valutazione, potrebbe prestarsi ad abusi o, quantomeno, determinare incertezze applicative. Non pare tuttavia che la soluzione a tali problemi sia quella di un generalizzato divieto della possibilità di tener conto della consistenza della partecipazione per la quale si esercita il recesso, beninteso entro limiti ragionevoli e secondo regole chiarite nella relazione sul valore delle azioni, facoltà che — se correttamente esercitata — contribuirebbe a far emergere, nell'interesse di tutte le parti coinvolte, il valore effettivo della partecipazione per la quale si esercita il recesso, anziché un valore « astratto », determinato meccanicamente tramite una mera operazione di moltiplicazione.

tuttavia, ravvisare nel procedimento di liquidazione delle azioni previsto dall'art. 2437-*quater* c.c. A tutela della consistenza del capitale sociale e dei creditori — dunque di interessi inderogabilmente protetti —, infatti, come si è già accennato e come si tornerà a discutere nel prosieguo⁽²⁴²⁾, la legge articola un procedimento « a scalare » volto a favorire la cessione delle azioni del recedente ai soci restanti o ai terzi e solo in subordine e in quanto tali tentativi non siano andati a buon fine, l'acquisto da parte della società o la riduzione del capitale sociale. Il riconoscimento di premi e sconti, che potrebbe indurre a praticare prezzi diversi per le partecipazioni dei singoli recedenti, è evidentemente incompatibile con tali modalità di liquidazione delle azioni, o comunque le ostacolerebbe in modo significativo, e deve quindi ritenersi — sotto questo profilo — contrario al « sistema » del recesso⁽²⁴³⁾.

19. Dopo aver stabilito i criteri legali di valutazione delle azioni, quotate e non quotate, del socio recedente, l'art. 2437-*ter* c.c. prevede la possibilità che lo statuto stabilisca « *criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione, indicando gli elementi dell'attivo e del passivo del bilancio che possono essere rettificati rispetto ai valori risultanti dal bilancio, unitamente ai criteri di rettifica, nonché altri elementi suscettibili di valutazione patrimoniale da tenere in considerazione* ».

Questa disposizione solleva numerosi e complessi dubbi ermeneutici relativi alla definizione dei « confini » del potere di deroga, riconducibili a tre domande fondamentali: *i*) se i diversi criteri di valutazione che lo statuto può introdurre siano strettamente limitati all'indicazione di specifici elementi del bilancio ed extracontabili suscettibili di rettifica; *ii*) se le deroghe alle regole di valutazione legali siano ammissibili solo a favore del socio recedente (ossia solo se conducono a una liquidazione superiore a quella che emergerebbe dall'applicazione dei criteri legali), in particolare nei casi di recesso inderogabile; *iii*) se la facoltà di deroga dei criteri di valutazione attribuita all'autonomia statutaria riguardi le sole azioni non quotate su mercati regolamentati, ovvero anche quelle quotate. Si tratta di questioni connesse la cui soluzione è, almeno in parte, interdipendente, che nelle pa-

⁽²⁴²⁾ Cfr. *supra*, par. 10 e *infra*, par. 25.

⁽²⁴³⁾ Si rileva che questa considerazione dovrebbe verosimilmente indurre ad escludere anche la possibilità che criteri statutari di liquidazione delle azioni, in deroga a quelli legali, prevedano la possibilità di applicare prezzi differenti in ragione della consistenza della partecipazione per la quale si esercita il recesso, proprio in quanto una siffatta previsione risulterebbe sostanzialmente non compatibile con le modalità di liquidazione delle azioni inderogabilmente previste dall'art. 2437-*ter* c.c.

gine seguenti saranno affrontate nell'ordine esposto, pur cercando di segnalare, ove opportuno, come la risposta ad una di esse potrebbe incidere sulla soluzione delle altre.

Seguendo l'ordine indicato, occorre innanzitutto interrogarsi sull'ambito di estensione della facoltà di deroga prevista dal comma 4 della disposizione in commento e, in particolare, chiedersi se essa sia limitata alla possibilità di indicare specifici elementi dell'attivo e del passivo, o non risultanti dal bilancio, suscettibili di rettifica. Per inquadrare correttamente la questione, si deve subito osservare che il nuovo criterio legale di valutazione delle azioni non quotate, previsto dal comma 2 dell'articolo in commento, impone la determinazione di un valore che si discosta da quello contabile, calcolato tenendo conto della (effettiva) consistenza patrimoniale, delle prospettive reddituali della società e dell'eventuale prezzo di mercato delle azioni. Anche alla luce delle considerazioni precedentemente svolte, non vi possono essere dubbi sulla circostanza che il criterio legale *già* richieda, per essere correttamente applicato, operazioni di rettifica del valore contabile dei beni iscritti in bilancio, senza contare che l'applicazione di metodi di valutazione patrimoniale può imporre di tenere conto del valore di condizioni produttive «*intangibles*» non iscritte in bilancio⁽²⁴⁴⁾. Ma vi è di più: il rilievo attribuito dal criterio di *default* alle «prospettive reddituali», che esprimono il cosiddetto avviamento (positivo o negativo), e al «valore di mercato» delle azioni, eliminano ogni dubbio sulla circostanza che *anche* in applicazione del criterio legale sancito dal comma 2 dell'art. 2437-ter c.c. si debba tenere conto di elementi di valutazione che non emergerebbero dal bilancio⁽²⁴⁵⁾.

Ne consegue un primo punto fermo sull'interpretazione della precisazione contenuta nel comma 4 dell'art. 2437-ter c.c., ossia che la circostanza che i criteri statuari di valutazione possono indicare (specifici) elementi dell'attivo e del passivo suscettibili di rettifica e altri elementi extracontabili di valutazione, non implica che il criterio legale escluda rettifiche dei valori di libro o la possibilità di tener conto di dati economici non risultanti dal bilancio.

⁽²⁴⁴⁾ Cfr. *supra*, par. 12, sui metodi di valutazione patrimoniali.

⁽²⁴⁵⁾ Cfr. *supra*, par. 13, sui metodi di valutazione reddituali, con la conseguenza — già rilevata in quella sede — che la Relazione illustrativa contraddirebbe lo stesso tenore della norma in commento se la precisazione che tra gli elementi di valutazione dei quali si può tenere conto in base a criteri di valutazione statuari vi sia l'avviamento non venisse intesa, secondo quanto si discute nel testo, come una mera puntualizzazione esemplificativa, che non esclude la possibilità di tenere conto di tale grandezza anche in applicazione del criterio legale. Nello stesso senso v. S. MASTURZI (nt. 3), 138.

La norma che disciplina la facoltà di deroga in esame, allora, si presta a due distinte interpretazioni. Secondo una prima, più letterale, la norma indicherebbe tassativamente *le uniche modalità di deroga consentite*: la disposizione andrebbe cioè letta nel senso che lo statuto può introdurre una deroga ai criteri legali, ma *solo* individuando analiticamente le componenti dell'attivo e del passivo rettificabili, i criteri di rettifica, e quali siano gli eventuali elementi extracontabili dei quali è possibile tenere conto. La deroga, secondo questa prima chiave di lettura, sarebbe possibile unicamente entro i circoscritti confini indicati dalla legge e dallo statuto, potendo solo « irrigidire i criteri di liquidazione della quota », con riferimento, peraltro, alla sola dimensione « patrimoniale » della valutazione⁽²⁴⁶⁾. Questa interpretazione negherebbe dunque in radice, ad esempio, la possibilità di escludere in via statutaria il riferimento all'eventuale valore di mercato della partecipazione previsto dall'art. 2437-ter, comma 2, c.c. quale uno degli elementi dei quali tenere conto nella valorizzazione delle azioni; o di sostituire alle prospettive « reddituali » quelle « finanziarie » (il prevedibile *cash flow* generato dall'attività di gestione) della società.

È tuttavia possibile una diversa interpretazione del comma 4 dell'art. 2437-ter c.c., secondo la quale la precisazione contenuta nel secondo periodo avrebbe innanzitutto una funzione *esemplificatrice*, suggerendo specifiche possibilità di deroga consistenti nella preventiva individuazione dei metodi e delle tecniche di valutazione da impiegarsi per la valutazione di singoli cespiti, riducendo così l'incertezza legata all'applicazione del criterio legale⁽²⁴⁷⁾, senza escludere possibilità di deroghe *ulteriori e diverse* rispetto alla puntuale individuazione di beni oggetto di rivalutazione, purché le regole di valutazione siano esplicitate dallo statuto⁽²⁴⁸⁾.

Entrambe le soluzioni sono compatibili con il tenore della disposizione, sebbene la prima possa forse, ad una prima lettura, apparire più fa-

⁽²⁴⁶⁾ In questo senso pare orientato R. RORDORF (nt. 3), 930.

⁽²⁴⁷⁾ Un esempio può contribuire a chiarire: come si è visto precedentemente, la valutazione della consistenza patrimoniale della società con metodi di valutazione patrimoniali, richiesta dal criterio legale di valutazione, può essere attuata valutando le immobilizzazioni al costo di ricostruzione, al costo di sostituzione, al valore corrente, e così via (cfr. *supra*, par. 12). In questa prospettiva, i criteri statuari potrebbero ridurre il rischio di future contestazioni stabilendo che determinate immobilizzazioni saranno valutate al costo di sostituzione.

⁽²⁴⁸⁾ La posizione di Bianchi più volte ricordata in merito alla possibilità di valutazioni del patrimonio aziendale corrette, sebbene condotte applicando il metodo reddituale « puro », può essere invocata a conforto della correttezza sostanziale, almeno in certe situazioni, di criteri di stima del valore delle azioni in caso di recesso che non si limitino alla sola dimensione patrimoniale, secondo quanto sarà discusso nel prosieguo (cfr. L.A. BIANCHI (nt. 6), 239 ss., cfr. *supra*, nota 166 e testo corrispondente).

cilmente giustificabile. Gli elementi interpretativi per risolvere la questione non possono tuttavia limitarsi al dato testuale. Da questo punto di vista è possibile fare riferimento ad almeno tre ordini di considerazioni: a) l'eventualità che l'interpretazione restrittiva risulti necessaria alla luce di esigenze di tutela di interessi indisponibili; b) i possibili « effetti collaterali » delle differenti soluzioni; c) il coordinamento con le ulteriori questioni esegetiche poste dalla disposizione in esame.

a) L'estensione dell'autonomia statutaria nel determinare criteri di valutazione delle azioni in deroga a quelli legali potrà ritenersi maggiore o minore in funzione della circostanza che essa possa offendere le ragioni dei creditori, della società e dei soci. Si è tuttavia già rilevato in precedenza⁽²⁴⁹⁾ — e si tornerà a discutere più avanti⁽²⁵⁰⁾ — che la nuova disciplina del recesso contempera il diritto di *exit* a condizioni non svantaggiose del socio con la tutela dei creditori sociali non più, come anteriormente alla riforma, attraverso la limitazione delle ipotesi di recesso e la previsione di criteri di liquidazione delle azioni prudenziali, bensì sul piano « procedimentale », prevedendo in primo luogo che, almeno tendenzialmente, le azioni del recedente siano acquistate e non annullate (nell'ordine, dai soci, dai terzi, o dalla società), e solo come *extrema ratio* si possa ricorrere alla riduzione del capitale sociale. In secondo luogo, anche qualora fosse necessario ridurre il capitale, a favore dei creditori è prevista la facoltà di opposizione, che potrebbe condurre allo scioglimento della società. Sebbene questa eventualità, come si avrà occasione di discutere, non è « neutrale » dal punto di vista dei creditori, con la conseguenza che non si può ritenere che l'esercizio del recesso sia ininfluenza sulla loro posizione, si deve anche riconoscere che il sistema è disegnato in modo da limitare significativamente i possibili effetti negativi del recesso per i creditori sociali, quantomeno rispetto ad altre operazioni che la società potrebbe porre in essere, rendendo così possibile un atteggiamento interpretativo più liberale in merito ai criteri statuari di liquidazione delle azioni.

Con riferimento alla posizione dei soci, in secondo luogo, la modifica dei criteri di liquidazione delle azioni legittima il recesso in base ai criteri vigenti anteriormente alla modificazione⁽²⁵¹⁾. Anche in questo caso, se da un lato la tutela offerta dalla possibilità di recedere non è del tutto equivalente all'alternativa di restare socio della società senza « subire » le modifi-

(249) Cfr. *supra*, par. 10.

(250) Cfr. *infra*, par. 25.

(251) Art. 2437, comma 1, lett. f), sul quale cfr. *supra*, par. 3.

cazioni statutarie attinenti le regole di valutazione delle azioni, di questo dato si deve tenere conto nella definizione dei margini di libertà contrattuale riconosciuti ai soci dal comma 4 dell'art. 2437-ter c.c.

L'interpretazione restrittiva non sembra quindi essenziale per esigenze di protezione dei terzi o dei soci, anche e soprattutto perché — come si avrà occasione di approfondire nel prossimo paragrafo — essa non implica *affatto* criteri di valutazione più o meno « favorevoli » al socio o ai creditori sociali. Si pensi alla circostanza che vengano previste regole di valutazione di determinate immobilizzazioni tecniche (quale il costo di sostituzione o il costo di riproduzione), che risultino nel caso di specie maggiormente « prudentziali » rispetto ai criteri che occorrerebbe applicare qualora si potesse liberamente procedere alla valorizzazione della consistenza del patrimonio aziendale. È possibile anche il caso opposto, ossia che i criteri statuari risultino più « generosi », nei confronti del socio recedente, rispetto all'applicazione del criterio legale. In entrambi i casi si è certamente all'interno dei limiti posti alla facoltà di deroga dall'interpretazione meno liberale richiamata, ma gli effetti del recesso sul patrimonio della società sarebbero opposti, con la conseguenza che la soluzione che circoscrive la libertà statutaria non si può necessariamente dire preferibile in quanto maggiormente « protettiva » di creditori o soci.

b) Un secondo indice interpretativo al quale dare rilievo per propendere per una delle soluzioni indicate riguarda le loro possibili conseguenze. Ci si riferisce, in particolare, alla delicata questione della differenza tra *deroghe* ai criteri legali e semplici *precisazioni* circa la loro applicazione. Se si ritiene che le uniche deroghe ammesse consistano nell'individuazione di elementi dell'attivo o del passivo suscettibili di rettifica rispetto ai valori contabili e nella individuazione di ulteriori elementi di valutazione, ma unicamente di natura patrimoniale, si potrebbe dover concludere che previsioni statutarie volte a specificare le modalità di calcolo delle prospettive reddituali (ad esempio dando rilievo a una nozione di reddito « finanziario »), precisare il concetto di valore di mercato o definire il peso attribuibile ai diversi elementi di valutazione, siano semplici precisazioni attinenti l'applicazione del criterio legale. La conseguenza di una siffatta interpretazione potrebbe essere che, non trattandosi di modifiche dei criteri legali, a fronte dell'introduzione di tali clausole statutarie non spetti ai soci il recesso ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. f). Più in generale, è evidente che tra l'introduzione di criteri di valutazione diversi da quelli legali e la mera « puntualizzazione » delle loro modalità di applicazione esiste un confine sottile e sfuggente, circostanza che potrebbe stemperare la stessa rilevanza di un'interpretazione più o meno rigorosa.

Da questo punto di vista potrebbe ritenere preferibile, seguendo l'interpretazione più liberale, che così come è consentito — tramite una deroga al criterio legale di stima della consistenza patrimoniale — indicare specifici elementi di valutazione chiarendo le regole valutative applicabili, sia anche consentito specificare (o modificare) il riferimento alle prospettive reddituali o al valore di mercato, o predeterminare i pesi da attribuire ai diversi elementi previsti dal criterio di legge, ma che in tali casi si sia di fronte ad una *deroga* alle regole di determinazione del valore di liquidazione, che consente — ricorrendone gli ulteriori presupposti — il recesso del socio.

c) In terzo luogo occorre tenere presenti gli eventuali problemi di coordinamento con le ulteriori questioni attinenti l'estensione della facoltà di deroga ai criteri legali di valutazione. Si è, sino a questo momento, fatto riferimento alla sola deroga alla disposizione sulla valutazione delle azioni non quotate (art. 2437-ter, comma 2, c.c.), non essendo ancora stata affrontata la questione dell'estensione di tale possibilità alle azioni quotate. Si deve tuttavia osservare che se si dovesse ritenere — come peraltro uno degli autori che sostengono l'interpretazione restrittiva discussa in questa sede⁽²⁵²⁾ — che anche il criterio di valutazione delle azioni quotate sia derogabile statutariamente, la soluzione per la quale l'unica possibilità di deroga consista nell'indicazione di specifici elementi suscettibili di una diversa valutazione patrimoniale risulterebbe difficilmente coordinabile con la norma di legge, che utilizza una media dei prezzi di mercato per la valorizzazione delle azioni quotate. Come, infatti, si avrà occasione di discutere, con riferimento alle azioni quotate, se si ammette la derogabilità del criterio di legge, parrebbe se mai opportuno interrogarsi sulla possibilità di introdurre in via statutaria una media calcolata su un periodo più breve rispetto ai sei mesi previsti dalla legge, o altri « correttivi » basati, tuttavia, su una logica di fondo non radicalmente divergente dalla scelta del legislatore di utilizzare una media di prezzi. Sebbene non si tratti di argomento decisivo, come si chiarirà meglio nel prosieguo, parrebbe più coerente con l'eventuale soluzione affermativa alla questione della derogabilità statutaria del criterio di valutazione delle azioni quotate, l'interpretazione liberale secondo la quale sono ammesse anche deroghe diverse dalla mera indicazione analitica di elementi oggetto di valutazione patrimoniale.

Dalle considerazioni svolte discende che la questione dell'ambito di estensione della facoltà di deroga dei criteri legali di valutazione, e del valore tassativo o esemplificativo delle modalità di deroga richiamate dal se-

(252) R. RORDORF (nt. 3), 929.

condo periodo del comma 4 dell'art. 2437-*quater* c.c. è, quantomeno, dubbia, anche se — alla luce degli indici interpretativi suggeriti — la seconda, più liberale, soluzione potrebbe risultare preferibile. Essa parrebbe peraltro più coerente con il « sistema » disegnato dalla riforma, basato su un ampliamento dell'autonomia statutaria a fronte del quale, proprio nel caso in esame, i soci sono tutelati — tra l'altro — dalla facoltà di recedere vedendosi liquidata la partecipazione in base ai vecchi criteri di valutazione⁽²⁵³⁾. Con riferimento all'ambito di estensione della facoltà di derogare i criteri legali di valutazione delle azioni, infine, si deve ritenere ammissibile la creazione di categorie di azioni dotate di diritti diversi in merito alla liquidazione delle azioni in caso di recesso ai sensi degli artt. 2348 e 2350 c.c.

20. I primi commentatori hanno avuto occasione di sostenere che i criteri di liquidazione delle azioni siano pienamente derogabili solo nei casi di recesso facoltativi (o derogabili) introdotti (o non eliminati) dallo statuto, mentre la derogabilità sarebbe solo parziale e « a senso unico » — favorevole al socio — nei casi di recesso inderogabile (ad esempio quelli previsti

(253) È il caso di notare, in chiusura di questa discussione, che la norma in commento, laddove prevede esplicitamente la facoltà di rivalutare specifici elementi dell'attivo e del passivo e di tenere conto di elementi non risultanti dal bilancio, sembra almeno in parte frutto di un difetto di coordinamento con i nuovi criteri legali di stima delle azioni in caso di recesso. Come, infatti, si è posto in evidenza poco sopra, non possono esservi dubbi sulla circostanza che i criteri legali *già* consentono, anzi impongono, agli amministratori di determinare la consistenza patrimoniale della società rivalutando i beni e le condizioni produttive iscritte in bilancio. L'ampiezza della discrezionalità tecnica degli amministratori a questo proposito, in applicazione della norma di legge, è tanto ampia da far pensare che nel caso di indicazione di specifici elementi oggetto di rivalutazione e delle modalità della rivalutazione stessa, si sia di fronte a una « specificazione » delle modalità di applicazione del criterio più che a un « diverso » criterio. Al contrario, se la facoltà di deroga fosse riferita ad un criterio di valutazione « contabile », quale quello vigente prima della riforma del diritto societario, allora la facoltà di rivalutare specifici elementi o di tenere conto di elementi extracontabili rappresenterebbe certamente una « deroga », un « diverso » criterio di valutazione. Ne consegue che la disposizione pare introdotta avendo in mente il previgente criterio di valutazione, basato su valori contabili. Confermerebbe questa prospettiva la Relazione al d.lgs. 6/2003, che come si è avuto occasione di osservare in precedenza fa singolarmente riferimento, a titolo esemplificativo, alla facoltà di tenere conto dell'avviamento quale elemento extracontabile di valutazione. Siffatta esemplificazione risulta tuttavia stridente nell'attuale contesto normativo, nel quale — come ampiamente discusso — il criterio legale *già* tiene conto di tale elemento, imponendo di includere tra gli elementi di valutazione le prospettive reddituali della società che, appunto, esprimono l'avviamento. La precisazione avrebbe invece senso se il criterio legale fosse ancora quello applicabile anteriormente alla riforma, che non comprendeva alcun riferimento a tale elemento. Anche questo elemento pare sconsigliare una lettura testuale del comma 4 dell'art. 2437-*ter* c.c.

dal comma 1 dell'art. 2437 c.c.). La ragione di quest'affermazione andrebbe ricercata nell'ultimo comma dell'art. 2437 c.c., che sanziona con la nullità ogni patto volto a escludere o rendere più gravoso l'esercizio del recesso⁽²⁵⁴⁾.

(254) Posizione limpidamente espressa da M. STELLA RICHTER (nt. 3), 400, in un passo che conviene riportare nella sua interezza (omettendo le note): « Il potere riconosciuto ai soci di fissare statutariamente criteri particolari nella determinazione del valore della quota da liquidare al socio recedente, seppure assai ampio, non può considerarsi illimitato. Almeno per le ipotesi di recesso non statutariamente derogabili (e cioè quelle elencate *supra sub* 2.1.1) continuerà a valere la regola che fulmina di nullità ogni patto volto a rendere più gravoso l'esercizio del recesso (art. 2437, comma 6, c.c.): e così, ad esempio, sarebbe certamente invalida quella previsione statutaria che nel calcolo del valore della quota da liquidarsi al socio recedente imponesse di partire dalla consistenza patrimoniale della società senza tenere conto dei crediti che la stessa vanta nei confronti di altre società del gruppo ovvero dei clienti. In realtà l'ampia autonomia statutaria è riconosciuta e può essere utilizzata per includere nel calcolo di ciò che spetta al socio receduto "valori" della società che non trovano (come, ad esempio, l'avviamento) o non trovano adeguata (perché iscritti ad un costo storico non più attuale, come gli immobili) rappresentazione nello stato patrimoniale della società: e quindi sempre al fine di una valutazione, almeno nelle intenzioni, "realistica" e mai patentemente penalizzante ». Conforme G. DE NOVA (nt. 3), 335, che ritiene inammissibile adottare criteri « *deteriori* rispetto a quelli legali » « quando si tratta di casi di recesso *inderogabili* », « dato il nesso strettissimo tra *an* e *quantum* », mentre ritiene ammissibile « una determinazione statutaria di criteri meno favorevoli per i casi di recesso derogabili, o per quelli statutarî » (così a 335); anche L. SALVATORE (nt. 3), 629 ss., ritiene necessario distinguere cause di recesso disponibili e indisponibili, ritenendo che « solo per le prime non sarà possibile alcuna modifica *in peius* (ovviamente per chi recede) dei criteri di determinazione del valore delle azioni ed, in particolare, non potrà essere reintrodotta statutariamente il criterio che fa riferimento a meri valori di bilancio » (639). Secondo F. ANNUNZIATA (nt. 3), 104 « alla luce della previsione che fulmina con la nullità i patti volti a rendere più gravoso l'esercizio del recesso, si deve giocoforza concludere che la deroga dei criteri di valutazione — per le fattispecie legali non derogabili — non può che avvenire in senso *più favorevole* al recedente ». Si orienta in questo senso, pur senza motivare, anche M. CALLEGARI (nt. 3), 1426, secondo la quale « la disposizione sembra alludere ad indici comunque più favorevoli al recedente ».

A proposito della disciplina della società a responsabilità limitata, anche L. ENRIQUES-S. SCIOLLA-A. VAUDANO, *Il recesso del socio di s.r.l.: una mina vagante nella riforma*, in *Giur. comm.*, I, 2004, 745 ss., a 766, scrivono che « non pare possibile, per i casi di recesso *ex lege*, inserire nello statuto clausole che affievoliscono il valore da liquidare, al fine di scoraggiare l'esercizio del diritto (facendo riferimento, ad esempio, al valore nominale della quota, oppure al valore contabile del patrimonio netto) ». In senso dubitativo, segnalando però che la *ratio* della disposizione parrebbe quella della sola derogabilità *in melius*, G. SCHIANO DI PEPE, *Circolazione delle partecipazioni e prezzo di trasferimento*, in *Riv. dir. impresa*, 2004, 281.

Ammette la derogabilità *in peius* dei criteri di liquidazione delle azioni, sebbene senza motivare compiutamente e ricorrendo ad un'affermazione che non pare pienamente condivisibile, S. CARMIGNANI (nt. 3), 891. L'Autrice, dopo aver riconosciuto che lo statuto può derogare alla disposizione di legge « prevedendo criteri alternativi a quelli legali, non necessariamente più favorevoli », afferma che così facendo il legislatore ignora il pericolo « che

Si deve subito chiarire, a questo proposito, che si ritiene — sulla scorta di considerazioni di ordine sistematico — che l'obiettivo della disciplina applicabile alla valutazione delle azioni in caso di recesso consista nella determinazione di un valore « realistico » (« *fair* ») della partecipazione del socio recedente; un valore, cioè, che applicando correttamente gli strumenti di stima elaborati dalla teoria e dalla prassi aziendalistiche contemperati al meglio l'esigenza di disinvestimento a condizioni eque con quelle di tutela degli altri soci, dell'organizzazione d'impresa e dei diversi *stakeholders* dell'ente. Pur non potendosi, conseguentemente, ammettere indiscriminatamente la liceità di qualsiasi criterio statutario in grado di incrinare l'equilibrio tra tali opposte esigenze inficiando la tenuta del « sistema » del recesso, si deve anche riconoscere che ogni valutazione di un bene di secondo grado complesso quali sono le azioni di società è relativa, sfuggente, e presenta un ampio margine di opinabilità pur all'interno di condivisi limiti di ragionevolezza.

Restando all'interno di tali limiti di ragionevolezza — è questo il punto che si intende dimostrare — appare allora possibile mettere in discussione la posizione dei primi commentatori della norma, secondo i quali — come ricordato poco sopra — i criteri legali per la valutazione delle azioni sarebbero, quantomeno nei casi di recesso inderogabile, modificabili dallo statuto solo in senso « favorevole » al socio, per via del generale divieto di escludere o aggravare l'esercizio del diritto sancito dall'ultimo comma dell'art. 2437 c.c. Tale interpretazione è infatti soggetta ad almeno due rilievi critici di ordine *a)* interpretativo e *b)* logico-sostanziale, che inducono a dubitare della sua validità o, quantomeno, a temperarne la rigidità.

a) Il primo rilievo è che esiste un problema di raccordo tra l'ultimo comma dell'art. 2437 c.c., che indurrebbe a ritenere inammissibili criteri di liquidazione che rendano meno appetibile l'*exit*; e il comma 4 dell'art. 2437-ter c.c., che prevedendo la derogabilità dei criteri legali di liquidazione delle azioni, non distingue in alcun modo tra deroghe « migliorative » e « peggiorative » della posizione del socio. Secondo l'interpretazione restrittiva sopra richiamata, la prima norma deve prevalere sulla seconda, il cui ambito di applicazione — con riferimento alle ipotesi di recesso indero-

lo statuto possa contenere disposizioni volte a ridurre il rimborso rispetto all'effettività del valore delle azioni finendo per ostacolare l'uscita e, con esso, per disincentivare l'ingresso in società, non è avvertito dal legislatore, che non introduce clausole di salvaguardia del diritto del socio uscente ». La salvaguardia del socio a fronte della modifica dei criteri di liquidazione, tuttavia, è rappresentata dallo stesso diritto di recesso (di uscita), esercitabile in base ai vecchi criteri e inderogabilmente previsto dal legislatore a fronte di siffatte modifiche statutarie.

gabili (quantomeno quelle previste dal comma 1 dell'art. 2437 c.c.) — sarebbe quindi circoscritto dallo stesso art. 2437 c.c.

Questo giudizio di « preminenza » non è tuttavia l'unico possibile. Si potrebbe, infatti, ritenere che l'ultimo comma dell'art. 2437 c.c. rappresenti una disposizione *generale*, che sancisce la nullità dei patti che escludono o rendono più gravoso il recesso; ma che (solo) con riferimento ai criteri di liquidazione delle azioni, disciplinati dall'art. 2437-*ter* c.c., a questa regola faccia eccezione la disposizione — *speciale* rispetto al divieto di limitare la facoltà di recedere ⁽²⁵⁵⁾ — contenuta nel comma 4 dell'art. 2437-*ter* c.c., che rimette alla volontà dei soci la previsione di criteri di liquidazione diversi da quello legale, senza discriminare in ragione del loro possibile effetto sulla posizione del socio, e tutelando i dissenzienti con la facoltà di recedere ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. *f*), c.c. ⁽²⁵⁶⁾.

Sempre sul piano letterale, leggendo con attenzione il comma 1 dell'art. 2437 c.c., parrebbe inoltre singolare che il legislatore abbia esplicitamente disposto (alla lett. *e*) il recesso inderogabile in caso di « *eliminazione di una o più cause di recesso previste* » — si noti bene — « *dal successivo comma ovvero dallo statuto* », ossia delle ipotesi di recesso facoltative o derogabili; limitandosi tuttavia, alla lettera immediatamente seguente, a consentire il recesso a fronte della « *modifica dei criteri di determinazione del valore dell'azione in caso di recesso* » in via generalizzata, senza fare riferimento ai soli casi nei quali una siffatta modifica sarebbe possibile.

b) Il secondo — e ancor più robusto — argomento che solleva qualche perplessità sulla soluzione secondo la quale nei casi di recesso inderogabile i criteri legali di liquidazione delle azioni sarebbero derogabili solo *in melius* è, come anticipato, di ordine logico-sostanziale. Infatti, a rigore e salvo casi tendenzialmente estremi ⁽²⁵⁷⁾, risulta piuttosto arbitraria la stessa distinzione tra regole di valutazione delle azioni « peggiorative » e « migliora-

⁽²⁵⁵⁾ L'eventuale natura speciale della disposizione in esame potrebbe suggerirne un'interpretazione restrittiva ai sensi dell'art. 14 delle disposizioni sulla legge in generale; siffatta considerazione non pare tuttavia inficiare la validità delle considerazioni espresse nel paragrafo precedente in merito alla portata della facoltà di deroga.

⁽²⁵⁶⁾ Facoltà che può essere esercitata in base alle regole di liquidazione delle azioni vigenti anteriormente alla modifica. Tale possibilità, pur non del tutto assimilabile all'alternativa di restare socio senza veder compressa la liquidazione delle azioni in caso di recesso, sembra rappresentare, nella nuova prospettiva del diritto di recesso inteso come « fisiologica » modalità di disinvestimento, un importante strumento di tutela del socio, anche laddove la modifica dei criteri riguardi i casi di recesso non derogabili.

⁽²⁵⁷⁾ Ad esempio regole che prevedano espressamente che la somma da liquidare sia pari ad una frazione o ad un multiplo della valutazione che risulterebbe dall'applicazione dei criteri legali.

tive » rispetto a quelle legali. Più precisamente, trattandosi per definizione di grandezze economiche variabili nel tempo, difficilmente tale distinzione può essere operata con certezza *ex ante*, al momento in cui le deroghe statutarie sono introdotte, rispetto a quando i nuovi criteri saranno applicati ⁽²⁵⁸⁾.

La questione può essere illustrata con alcuni esempi. Si ipotizzi che, in applicazione del comma 4 dell'art. 2437-ter c.c., siano introdotte nel contratto sociale specifiche modalità di valutazione di alcuni immobili iscritti in bilancio: ad esempio il « costo di ricostruzione ». L'applicazione del criterio legale potrebbe invece richiedere, in ossequio ai principi dell'estimo catastale ⁽²⁵⁹⁾, tenuto conto della natura, dello stato e della localizzazione degli immobili, di valutarli al prezzo di mercato. È evidente che il criterio statutario potrebbe risultare pregiudizievole per il recedente in presenza di un mercato attivo e al rialzo, ma rivelarsi favorevole in seguito ad un mutamento del quadro economico di riferimento.

Analogo ragionamento può essere esteso all'ipotesi nella quale siano definite in via statutaria le regole applicabili al calcolo delle prospettive reddituali in caso di recesso (indicando *a priori*, ad esempio, la configurazione di reddito da adottare o il tasso di attualizzazione che sarà impiegato ⁽²⁶⁰⁾): regole che potrebbero apparire certamente favorevoli al socio in un determinato scenario, potrebbero risultare svantaggiose in altri.

Un ultimo esempio può contribuire a chiarire le ragioni per le quali si dubita della praticabilità, in molti casi, di una netta distinzione tra deroghe « migliorative » e « peggiorative » dei criteri legali di liquidazione delle azioni. Ha infatti sostenuto uno studioso (con riferimento alla disciplina delle società a responsabilità limitata, ma il rilievo consente una riflessione interessante anche nell'ambito delle società per azioni) che deve ritenersi « probabile che con espressa previsione contrattuale si possa predeterminare il valore della partecipazione ai fini del recesso, sostituendosi così ad un « criterio » (di determinazione di un risultato direttamente) un « risultato » » ⁽²⁶¹⁾. Si potrebbe, cioè, secondo questa linea di pensiero, prevedere che, in caso di recesso, il valore di un'azione corrisponderà ad una ci-

⁽²⁵⁸⁾ Non si può inoltre dimenticare che, osservando il sistema da una certa distanza, è difficile negare che la funzione del recesso inderogabile in caso di modifica dei criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso, previsto dal comma 1 dell'art. 2437 c.c., si giustifica proprio avendo in mente il caso nel quale tali criteri sono modificati in un senso (che il socio ritiene) peggiorativo.

⁽²⁵⁹⁾ G. CASTELLANO (nt. 151), *passim*.

⁽²⁶⁰⁾ Cfr. *supra*, par. 13 sui concetti di reddito e tasso di attualizzazione impiegabili nel calcolo delle prospettive reddituali della società.

⁽²⁶¹⁾ M. STELLA RICHTER (nt. 3), 412.

fra prefissata (ad esempio, 10.000 euro), indipendentemente dall'applicazione di particolari criteri di calcolo. L'Autore citato ritiene una siffatta previsione statutaria compatibile con l'esigenza di consentire il recesso « a condizioni economiche tendenzialmente eque » « [e] quindi senza possibilità, analogamente a quanto detto a proposito di società per azioni, di giungere a determinazioni penalizzanti e gravose per i soci » (262).

Non è tuttavia possibile, se si condivide il ragionamento precedentemente svolto, affermare con sicurezza e a priori che una quantificazione in « misura fissa » del valore della partecipazione ai fini del recesso risulterà vantaggiosa o penalizzante per il socio al momento dell'esercizio del diritto (263). Vantaggio o penalizzazione dipenderanno, infatti, dall'andamento (futuro) della società e del mercato: potrà così accadere che il valore predeterminato, nell'esempio precedente, in misura di 10.000 euro, risulti del tutto inadeguato, o assolutamente eccessivo, rispetto ad un apprezzamento « equo » della posizione del socio (264).

Da queste considerazioni risulta, quindi, che — salvo casi particolari (265) — è difficile distinguere *ex ante* quali criteri valutativi ostacolino

(262) M. STELLA RICHTER (nt. 3), 411, la prima affermazione citata è presa dal testo, la seconda è contenuta nella nota 67.

(263) Anche in casi del tutto estremi, come in ipotesi di indicazione del valore della partecipazione in sede di recesso in misura di 1 euro, apparentemente del tutto inadeguata, non si può escludere, a rigore e quantomeno in via teorica, che una grave crisi della società conduca il valore della partecipazione al di sotto di quella (apparentemente) risibile soglia. Ammettendo però la distinzione tra casi nei quali le modifiche sono peggiorative, e quindi illecite, e casi in cui non lo sono, si apre la strada a difficili e incerti giudizi di merito.

(264) La stessa valutazione a « valori contabili » riferiti alla data di chiusura dell'ultimo bilancio d'esercizio, alla quale pareva fare riferimento l'art. 2437 c.c. anteriormente alla riforma del diritto societario, solitamente ritenuta pregiudizievole per il socio, a rigore « può gravemente penalizzare il socio in presenza di determinati presupposti di fatto (tipicamente: l'iscrizione a costo di immobili acquistati da lungo tempo), ma in presenza di presupposti di fatto diversi, può altrettanto gravemente penalizzare la società » (così M. TRONTI (nt. 3), 429 e s.).

(265) Si pensi al caso in cui lo statuto reintroduca il previgente criterio di valutazione delle azioni, basato sul patrimonio risultante dall'ultimo bilancio di esercizio, stigmatizzato come certamente inammissibile nei casi di recesso inderogabile in quanto necessariamente pregiudizievole per il socio da uno dei sostenitori della tesi qui discussa (L. SALVATORE (nt. 3), 639). Anche in questo caso, a ben vedere, l'affermazione che tale regola sia necessariamente sfavorevole all'azionista rispetto al criterio legale non è affatto valida in via assoluta. Si ipotizzi che nel periodo intercorrente tra la data di riferimento dell'ultimo bilancio approvato e il momento nel quale il socio recede si siano verificate gravi insussistenze dell'attivo che, applicando un metodo di valutazione « effettivo », dovrebbero incidere sul valore della partecipazione. In questo caso il pur tendenzialmente prudentiale criterio del costo storico seguito nell'ultimo bilancio approvato potrebbe risultare, paradossalmente, più favorevole al socio rispetto a una valutazione a

l'uscita del socio tramite il recesso. In questa prospettiva appare dunque condivisibile la scelta del legislatore che, anziché porre in via imperativa limiti e paletti *a priori* a scelte che non possono essere valutate in modo assoluto e oggettivo (limiti e paletti che potrebbero determinare un estenuante contenzioso, proprio alla luce della difficoltà di discriminare modifiche *in melius* e *in peius*), rimette agli stessi soci interessati la decisione di reagire ad una variazione dei criteri di liquidazione ritenuta pregiudizievole, tramite l'esercizio del recesso ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. f), c.c.

Resta fermo, come ormai più volte osservato, che l'obiettivo della disciplina, e quindi anche dei criteri statuari di valutazione introducibili in deroga a quelli legali, sia quello della determinazione di un *fair value* delle azioni: criteri irrazionali o comunque inadeguati ad esprimere un valore realistico delle partecipazioni sociali potranno essere giudicati incompatibili con il sistema e, quindi, illeciti. È tuttavia possibile ritenere che, entro margini di ragionevolezza economica, è attribuita all'autonomia statutaria — con i limiti dell'abuso della maggioranza, dell'esecuzione del contratto in buona fede e del principio di parità di trattamento⁽²⁶⁶⁾, e previa possibilità di recedere *ex art.* 2437, comma 1, lett. f), c.c. — la modificazione dei criteri di liquidazione delle azioni sia nei casi di recesso derogabile, sia in quelli inderogabili, indipendentemente dalla circostanza che tali criteri appaiano «migliorativi» o «peggiorativi» rispetto a quelli precedentemente applicabili, distinzione peraltro di dubbia applicabilità.

Il ragionamento svolto solleva qualche dubbio anche su quelle tesi secondo le quali sussisterebbe un limite invalicabile «verso l'alto» nella valutazione delle azioni ai fini del recesso. Secondo alcuni autori, infatti, «il valore derivante dall'applicazione dei criteri statuari mai potrà portare a liquidare un corrispettivo superiore a «quel valore di mercato» che assume logicamente il significato di limite invalicabile, e conferma il divieto di restituire al socio più di quanto ha investito e realizzato per effetto dell'attività comune e di corrispondergli un valore superiore al valore «reale» rapportato al valore di mercato»⁽²⁶⁷⁾.

valori «correnti». Non si deve peraltro dimenticare che, a fronte di scelte che non possono che ritenersi dettate da un intento emulativo e dalla volontà di pregiudicare alcuni soci, l'ordinamento conosce altri rimedi, quali — per limitarsi a ricordarne alcuni in ordine sparso — l'impugnazione delle deliberazioni assembleari per abuso della maggioranza, ovvero la possibilità di invocare il dovere di esecuzione del contratto in buona fede o, ancora, il principio di parità di trattamento dei soci.

⁽²⁶⁶⁾ Sul principio di buona fede nel nuovo sistema societario si v. A. D'ANGELO (nt. 103), *passim*.

⁽²⁶⁷⁾ A. PACIELLO, *Commento* (nt. 3), 1126.

Non pare tuttavia dimostrato che, in applicazione del criterio legale previsto dal comma 2 dell'art. 2437-ter c.c., il valore di mercato rappresenti un limite invalicabile. Non si può infatti escludere che gli amministratori, tenendo conto della consistenza patrimoniale e delle prospettive reddituali della società, giungano alla conclusione che i prezzi di mercato delle azioni sottostimino l'effettivo valore del capitale sociale (ad esempio per fattori economici indipendenti dalla situazione della società), e decidano di liquidare le azioni dei soci recedenti a un valore superiore rispetto a quello che emergerebbe dal mero confronto con il mercato⁽²⁶⁸⁾.

In secondo luogo è dubbio tanto che si possa individuare un valore « reale » della partecipazione — anzi, la dottrina aziendalistica mette in guardia rispetto alla possibilità di determinare valori « oggettivi », precisando che ogni operazione di valutazione, anche quando basata su dati apparentemente oggettivi quali prezzi di mercato, è frutto di specifiche ipotesi ed opinioni —; quanto che il mercato finanziario esprima necessariamente un valore economicamente più corretto (« reale »?) di metodi di valutazione alternativi: e basti pensare alla presenza di spinte speculative o alle imperfezioni informative che caratterizzano le negoziazioni di borsa⁽²⁶⁹⁾.

È discutibile, infine, che vi siano interessi indisponibili necessariamente offesi dalla previsione di un criterio di liquidazione delle azioni ad un valore superiore a un ipotetico prezzo di mercato. Per quanto riguarda i soci, infatti, la modifica dei criteri deve essere approvata dall'assemblea e i dissenzienti possono recedere; mentre per quanto concerne i creditori sociali, se la liquidazione del socio dovesse richiedere la riduzione del capitale sociale, essi potrebbero fare opposizione come in caso di riduzione del capitale sociale volontaria, eventualmente determinando lo scioglimento della società⁽²⁷⁰⁾.

⁽²⁶⁸⁾ Pare a questo proposito opportuno ricordare ancora le parole di P. MARCHETTI (nt. 6), 217, laddove ammonisce che, nella vita della società, vi sono occasioni nelle quali gli amministratori devono « acclarare e diffondere valori economici oggettivi indipendentemente dal, e anzi con espresso *riscontro* di un eventuale, diverso valore di mercato » (corsivo aggiunto).

⁽²⁶⁹⁾ Sul concetto di efficienza informativa del mercato (applicato dalla cosiddetta *fraud on the market theory* per individuare il nesso di causalità tra diffusione di informazioni irregolari e responsabilità civile per i danni subiti dagli investitori che su tali informazioni hanno fatto affidamento), sia consentito rinviare a M. VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole*, Egea, Milano, 2003, 83 ss., ove anche riferimenti bibliografici.

⁽²⁷⁰⁾ Non rileva, peraltro, la considerazione che in caso di accoglimento dell'opposizione la società si scioglierebbe ai sensi dell'ultimo comma dell'art. 2437-quater c.c., mentre potrebbe essere preferibile da parte dei creditori la continuazione della società, atteso che la maggioranza dei soci potrebbe in ogni caso e in ogni momento decidere lo scioglimento.

21. Non vi è concordia di opinioni in merito alla possibilità di derogare in via statutaria il criterio per la valutazione delle azioni quotate⁽²⁷¹⁾. Sebbene, come si avrà occasione di discutere, esistono diversi indici interpretativi che potrebbero, almeno ad una prima lettura, indurre ad una risposta negativa, a ben vedere essi non paiono risolutivi e la questione potrebbe richiedere una risposta articolata.

a) La non derogabilità del comma 3 dell'art. 2437-ter c.c. potrebbe essere, in primo luogo, motivata facendo leva su un argomento di ordine testuale, ossia il termine «*esclusivo*» contenuto nella disposizione in commento. Poiché la norma dispone che il valore delle azioni quotate «*è determinato facendo esclusivo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero la ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso*», si potrebbe ritenere che tale media rappresenti l'unico criterio valutativo ammissibile, al quale lo statuto non possa in alcun caso derogare⁽²⁷²⁾.

Questo primo argomento non pare tuttavia invincibile. La norma potrebbe infatti essere intesa nel senso che, in applicazione del *criterio legale*, il valore delle azioni coincide con la media dei prezzi — senza possibilità di integrare la valutazione con ulteriori elementi come invece prevede il criterio per la liquidazione delle azioni non quotate. In questa prospettiva il significato del predicato «*esclusivo*» sarebbe semplicemente che *quando* si applica la norma di legge, le azioni sono valutate tenendo conto *unicamente* della media dei prezzi di chiusura, lasciando così aperta la que-

Può essere utile ricordare, inoltre, che tramite un'operazione di acquisto di azioni proprie, soggetta ai limiti tracciati dall'art. 2359-bis c.c. ma non ad un prezzo massimo, si potrebbero raggiungere — sebbene solo per una parte del capitale sociale — risultati analoghi a quelli che si vorrebbero evitare prevedendo limiti «*verso l'alto*» alla valorizzazione delle azioni in caso di recesso.

⁽²⁷¹⁾ In senso affermativo v. R. RORDORF, (nt. 3), 929, che pur senza giustificare sostiene che «*tanto nelle società quotate che in quelle non quotate, i criteri legali di liquidazione sono statutariamente derogabili*»; conforme G. DE NOVA (nt. 3), 334 (indicando la questione e rinviando al citato scritto di Rordorf) e, più esplicitamente, a 335; D. SANTOSUOSSO (nt. 55), 82. Ritengono invece inderogabile statutariamente il criterio previsto dal comma 3 dell'art. 2437-ter c.c. F. ANNUNZIATA (nt. 3), 101 ss.; M. STELLA RICHTER (nt. 3), 399 ss.; nonché S. CARMIGNANI (nt. 3), 892.

⁽²⁷²⁾ S. CARMIGNANI (nt. 3), scrive in proposito a 892: «*L'autonomia negoziale torna, invece, ad essere compressa dall'imperatività legale nel caso di liquidazione di azioni quotate. «Esclusivo» parametro legale e, in quanto unico, non derogabile né integrabile da diversa disposizione privata, è la media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi precedenti la pubblicazione o la ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea la cui deliberazione ha legittimato il recesso*».

stione dell'ammissibilità di criteri *diversi* da quello legale. In altre parole, la portata del termine «*esclusivo*» si «*esaurirebbe*» nell'ambito del criterio legale: siffatta lettura non preclude che esso possa essere *tout cour* disapplicato per scelta statutaria ⁽²⁷³⁾.

b) Un secondo argomento a sostegno della soluzione restrittiva, secondo la quale il criterio legale per la liquidazione delle azioni quotate non sarebbe disponibile dall'autonomia privata, si potrebbe basare sulla circostanza che l'art. 2437-ter, comma 5, c.c. prevede che i soci «*hanno il diritto di conoscere la determinazione del valore di cui al comma 2*», ossia relativo alle azioni non quotate, «*nei quindici giorni precedenti alla data fissata per l'assemblea*». Per le azioni quotate non è prevista alcuna regola analoga proprio in quanto il criterio legale contempla un «*automatismo*» che consente ai soci di calcolare in modo univoco il valore di liquidazione, espresso da una semplice media aritmetica di dati pubblicamente disponibili, e non soggetto alla discrezionalità valutativa degli amministratori ⁽²⁷⁴⁾. Da questa considerazione si fa discendere che se lo statuto introducesse criteri di valutazione delle azioni quotate diversi dal terzo comma dell'art. 2437-ter c.c., che richiedano l'intervento degli amministratori, in mancanza di un obbligo di preventiva comunicazione ai soci del valore così determinato, questi ultimi non sarebbero in grado di assumere una decisione informata in merito al recesso ⁽²⁷⁵⁾.

Anche questo argomento a contrario, tratto dalle regole procedurali attinenti l'esercizio del diritto, non è del tutto decisivo. Infatti, altro è ritenere che qualora lo statuto preveda regole di liquidazione differenti da quelle di legge sia necessario (eventualmente a pena di nullità della clausola e, quindi, di «*ritorno*» all'applicazione del criterio legale) assicurare al socio la preventiva conoscenza del potenziale rimborso, di modo da consentire un consapevole esercizio del diritto di voto e, eventualmente, di recesso ⁽²⁷⁶⁾; altro è far discendere dalla mera circostanza che la legge non abbia esplicitamente previsto modalità di comunicazione del valore delle azioni quotate — eventualmente determinato in base a criteri diversi da quello legale —, la conseguenza che il criterio previsto dalla legge non sia in alcun caso derogabile. In altre parole, non sembra possibile negare

⁽²⁷³⁾ Tesi condivisa anche da G. DE NOVA (nt. 3), 335, che coerentemente con l'impostazione proposta nel testo ritiene che, qualora lo statuto adotti criteri di valutazione delle azioni quotate diversi da quello legale, debba comunque essere garantito «*il diritto del socio di conoscere la determinazione del valore di liquidazione dovrebbe essere riconosciuto*».

⁽²⁷⁴⁾ Cfr. par. 15.

⁽²⁷⁵⁾ In questo senso, A. PACIELLO, *Commento* (nt. 3), 1132 s.

⁽²⁷⁶⁾ G. DE NOVA (nt. 3), 335.

la derogabilità del criterio legale di valutazione delle azioni quotate invocando la necessaria conoscibilità, da parte del socio, del valore delle azioni, in quanto tale risultato può essere comunque assicurato regolando statutariamente il procedimento o applicando analogicamente — sotto questo profilo — la disciplina relativa alla valutazione delle azioni non quotate.

c) Né pare risolutivo, per asserire l'inderogabilità del criterio legale, il rilievo che il legislatore prevede un criterio « oggettivo » che non lascia spazio a stime discrezionali anche al fine di evitare incertezze applicative ed arbitraggi tra recesso e cessione delle azioni sul mercato. Se, infatti, come discusso in precedenza, si ammette che le deroghe consentite dal comma 4 dell'art. 2437-ter c.c. non siano strettamente limitate all'individuazione di elementi contabili ed extracontabili suscettibili di rivalutazione, anche un criterio alternativo a quello legale potrebbe consistere in un automatismo privo di discrezionalità, che esclude la necessità di una preventiva comunicazione del valore ai soci, esattamente come il criterio legale. Si pensi, a titolo di esempio, ad una clausola statutaria che preveda che il valore delle azioni corrisponda alla media aritmetica dei prezzi di chiusura dell'*ultimo mese* (anziché dell'ultimo semestre) che precede l'avviso di convocazione dell'assemblea che legittima il recesso, soluzione che potrebbe, almeno in alcuni casi, ridurre lo iato tra prezzi di mercato correnti e valore delle azioni ai fini del recesso.

Non pare, quindi, che argomenti di ordine letterale, argomenti basati sul procedimento di recesso (in particolare sulla conoscibilità del valore delle azioni da parte del socio), o argomenti attinenti la certezza del « prezzo del recesso » escludano in via definitiva la derogabilità del criterio legale di valutazione delle azioni quotate.

d) Ci si deve allora chiedere se vi siano ragioni legate alla particolare disciplina giuridica e ai caratteri economici delle società quotate (rispetto a quelle non quotate) che inducano a ritenere incompatibile con il sistema l'adozione di regole di valutazione diverse dalla media aritmetica dei prezzi di chiusura. Il punto critico è stato, ad avviso di chi scrive, individuato da un Autore che ha avuto occasione di puntualizzare le finalità sottese al criterio legale di valutazione, osservando che « la preferenza del legislatore per l'applicazione di questo criterio — oltre a costituire una costante nell'evoluzione storica dell'istituto — si giustifica quantomeno per due ordini di ragioni. La prima ragione attiene al carattere *oggettivo* dei prezzi ufficiali. La seconda ha a che fare con l'esigenza di assicurare che, per le società quotate, recesso e cessione in borsa siano due strumenti *concorrenziali* » (277).

(277) F. ANNUNZIATA (nt. 3), 103 s.

Volendo ampliare questa prospettiva, integrandola con le considerazioni svolte in precedenza in merito alla difficoltà di giustificare la non derogabilità del criterio legale di valutazione delle azioni quotate, si potrebbe forse allora giungere ad una soluzione articolata. Si potrebbe, cioè, rigettare l'ammissibilità di criteri alternativi in grado di determinare effetti « perversi » incompatibili con la disciplina delle società quotate e dei mercati finanziari e le finalità che le ispirano ⁽²⁷⁸⁾, senza tuttavia escludere a priori criteri statutari diversi da quello legale, del quale tuttavia rispettino la *ratio* ispiratrice: ne potrebbero essere esempi la scelta di attribuire rilievo a un elemento extracontabile che si ritiene non adeguatamente riflesso nei prezzi di borsa — ferma restando la necessità della puntuale indicazione delle regole di valutazione applicabili; oppure — sempre se si ammette che la deroga ai criteri legali possa essere più ampia di quanto testualmente previsto dal comma 4 dell'art. 2437-ter c.c. — si potrebbe ricorrere ad una media di prezzi ponderata con i volumi scambiati, o calcolata su un arco temporale più breve dei sei mesi previsti dalla legge. Tali soluzioni potrebbero risultare in linea — forse ancor più del criterio legale — con l'obiettivo di determinazione del *fair value* delle azioni, senza necessariamente pregiudicare le esigenze di sistema indicate dall'Autore citato poco sopra.

22. Nelle pagine che precedono si sono indagati i confini della facoltà di deroga dei criteri legali di valutazione delle azioni in caso di recesso, affrontando in particolare tre questioni: *i*) se i criteri statutari possano differire da quelli legali solo individuando specifici componenti del patrimonio aziendale suscettibili di rivalutazione; *ii*) se i criteri statutari possano discostarsi da quelli legali solo in senso « favorevole » al socio con riferimento ai casi di recesso inderogabile; *iii*) se sia modificabile statutariamente (anche) il criterio previsto dalla legge per la valorizzazione delle azioni quotate, o solo quello previsto per le azioni non quotate. Pur rico-

(278) Quali criteri che conducano a valutazioni sistematicamente superiori o inferiori ai prezzi di mercato con le conseguenze che ne possono discendere in termini di arbitraggio tra recesso e cessione delle azioni sul mercato. L'esistenza di un prezzo di mercato consentirebbe infatti di individuare, in deroga al criterio legale rappresentato dalla media aritmetica dei prezzi del semestre, criteri di liquidazione delle azioni in caso di recesso (quasi) certamente penalizzanti o vantaggiosi rispetto all'alternativa della cessione delle azioni sul mercato. Basti pensare alla possibilità di prevedere che le azioni siano liquidate a un prezzo pari al triplo o a un terzo del valore discendente dall'applicazione del terzo comma dell'art. 2437-ter. Siffatte previsioni potranno ritenersi invalide, ma in quanto incompatibili con il « sistema » della disciplina delle società quotate e con le esigenze di buon funzionamento dei mercati finanziari.

noscendo che si tratta di questioni incerte, si è proposta — sebbene in prospettiva problematica e a certe condizioni — una soluzione, improntata alla valorizzazione dell'autonomia statutaria, che prevede una risposta negativa ai primi due quesiti e articolata all'ultimo.

Da questo approccio non discende affatto, come più volte ricordato nelle pagine che precedono, che *ogni* criterio alternativo rispetto a quelli legali si possa ritenere lecito, posto che l'obiettivo della norma è comunque quello di consentire la determinazione del «*fair value*» delle azioni del recedente. L'analisi effettuata ha semplicemente voluto dimostrare che il fondamento normativo di alcuni supposti limiti alla libertà statutaria, in questa materia, non è per nulla scontato, e che alla volontà delle parti — anche tenendo conto della generale impostazione della riforma — si debba probabilmente attribuire maggiore spazio di quanto a prima vista si potrebbe essere indotti a ritenere. Ciò non esclude che criteri statutari irrazionali, dettati in violazione dei principi economici di valutazione, o comunque in grado di far «saltare» il sistema conducendo a valutazioni del tutto inadeguate a tutelare i soci o tanto generose da mettere a repentaglio, in modo ingiustificato, la sopravvivenza dell'ente, siano inammissibili ⁽²⁷⁹⁾.

Anche qualora si ritenesse preferibile fornire una differente e più restrittiva soluzione alle questioni discusse (e nella precedente trattazione si è cercato di indicare anche gli argomenti a sostegno di una siffatta ricostruzione, che si riconosce non essere affatto trascurabili), in chiusura dell'esame condotto appare utile richiamare i principali metodi di valutazione delle aziende, elaborati dagli economisti, diversi da quelli previsti dal legislatore. Una siffatta ricognizione appare rilevante non solo se si ritiene che tali metodi possano essere effettivamente adottati in forza di un'opzione statutaria, ma anche, da un lato, per meglio apprezzare il significato e i limiti dei metodi previsti dalla legge e, dall'altro, perché essi potrebbero essere impiegati nella prassi come strumento di integrazione e verifica della correttezza delle stime effettuate in base alle norme di legge ⁽²⁸⁰⁾.

⁽²⁷⁹⁾ Si è più volte proposto, per assurdo, l'esempio di un criterio statutario che fissi il valore delle azioni nel triplo (o in un terzo) della cifra che emergerebbe applicando correttamente il criterio legale altrimenti previsto.

⁽²⁸⁰⁾ L. GUATRI-M. BINI (nt. 146), 780, proprio con riferimento alla valutazione delle azioni non quotate ai fini del recesso, consigliano l'impiego di alcuni metodi, quale appunto quello dei moltiplicatori impliciti, che in assenza di un valore di mercato delle azioni consentirebbe di tenere indirettamente conto del valore di mercato delle azioni di un campione di società comparabili.

Tra le metodologie più diffuse occorre allora ricordare almeno i sistemi di valutazione « finanziari », dei « prezzi probabili di società comparabili », nonché « empirici » (281).

In estrema sintesi, e avvertendo che esistono numerose varianti di questi metodi, i primi sono assimilabili — nella loro logica di fondo — ai criteri precedentemente definiti « reddituali » (anzi, invocando la nozione di reddito monetario, essi potrebbero avere cittadinanza nell'applicazione del criterio legale (282)), basandosi anch'essi sull'attualizzazione di un « flusso » di ricchezza futura (283). Si distinguono, tuttavia, dai metodi reddituali in senso tradizionale in quanto il flusso che viene attualizzato tiene unicamente conto di variazioni che abbiano rilievo finanziario (il cosiddetto *cash flow*). A differenza del « reddito » (non monetario), dunque, il *cash flow* prescinde da componenti di reddito alle quali non corrisponde una variazione finanziariamente rilevante, come ricavi di vendite non ancora incassati, ammortamenti o accantonamenti a fondi rischi (284). Evidentemente, alla luce della particolare prospettiva di valutazione, anche l'individuazione del corretto tasso di attualizzazione muterà rispetto ai metodi reddituali (285).

(281) Tra i pochi riferimenti nella dottrina giuridica si v., per una disamina dei principi fondamentali di tali metodi e delle differenti configurazioni nelle quali possono presentarsi, L.A. BIANCHI (nt. 6), 259 ss.; tra gli aziendalisti si v. L. GUATRI-M. BINI (nt. 146), rispettivamente alle pagine 538 ss. e 631 ss.; più risalente, ma tuttora essenziale per inquadrare la problematica e cogliere l'evoluzione della scienza aziendale sul tema, L. GUATRI (nt. 146), rispettivamente alle pagine 173 ss., 319 ss. e 349 ss.; G. ZANDA-M. LACCHINI-T. ONESTI (nt. 144), rispettivamente 64 ss. e 28 ss. Per un quadro sintetico dei diversi metodi di valutazione delle aziende elaborati dalla prassi si v. anche F.G. GRANDIS (nt. 178), 12 ss.

(282) Cfr. *supra*, nota 167 e testo corrispondente.

(283) Cfr. par. 13.

(284) Su queste metodologie si rinvia, oltre che al citato Trattato di Guatri, a M. MASSARI-L. ZANETTI, *Valutazione finanziaria*, McGraw-Hill, Milano, 2004, in particolare 47 ss., per una illustrazione dei passaggi necessari per calcolare i flussi monetari riferibili alle diverse aree di attività: gestione operativa, gestione finanziaria e gestioni « accessorie »; cfr., inoltre, C. TEODORI, *La costruzione e l'analisi dei flussi finanziari e monetari. Il « rendiconto finanziario »*, Giappichelli, Torino, 1994, ove le tecniche di calcolo dei flussi finanziari sono distinte in base alle cosiddette risorse finanziarie di riferimento, individuate nel « capitale circolante netto » e nella « liquidità ».

(285) Sul punto cfr. M. MASSARI-L. ZANETTI (nt. 284), 115 ss. È necessaria una precisazione che si collega a quanto discusso in merito all'elemento rappresentato dalle « prospettive reddituali della società » nell'ambito del criterio legale di valutazione delle azioni non quotate (cfr. *supra* par. 13). Come si è sostenuto in tale sede, a rigore, tra i numerosi concetti di « reddito » conosciuti alle scienze aziendali, vi è anche quello di « reddito monetario », ossia depurato dalle componenti che non hanno rilievo finanziario immediato. Facendo leva su questa considerazione si potrebbe allora ritenere che anche in applicazione del criterio legale — do-

I metodi dei « prezzi comparabili », detti anche « dei moltiplicatori », si basano invece sull'individuazione di imprese che si ritengono, sotto diversi profili, assimilabili alle società oggetto di valutazione (ad esempio, appartenenti allo stesso settore industriale, di dimensioni simili a quella considerata e nella stessa fase del proprio « ciclo di vita »), per le quali esistono prezzi di mercato rilevabili ed economicamente significativi⁽²⁸⁶⁾. Selezionate le imprese comparabili, il metodo prevede il calcolo di alcuni indici o rapporti (i « moltiplicatori ») che mettono in relazione i prezzi di mercato delle partecipazioni sociali con specifiche grandezze economiche generate dall'attività di gestione, quali ricavi delle vendite, utile di bilancio, patrimonio netto, o risultato della gestione caratteristica. Riscontrando delle regolarità statistiche tra queste grandezze, si stima il valore delle azioni applicando tali moltiplicatori⁽²⁸⁷⁾. Si tratta di metodi caratterizzati da numerose incer-

rendo tenere conto della dimensione, genericamente definita dal legislatore, « reddituale », si potrebbe dare rilievo ai flussi finanziari e, quindi, di fatto applicare un metodo di valutazione di tipo finanziario analogo a quello descritto nel testo. Questa ricostruzione, non incompatibile con il tenore letterale del comma 2 dell'art. 2437-ter c.c., potrebbe sollevare qualche dubbio sulla scorta della considerazione che, nonostante a rigore sia possibile parlare di « reddito monetario » (lo fa, ad esempio, M. ALLEGRI (nt. 165), 91 ss.), la nozione di reddito più comune non tiene conto delle sole componenti positive e negative finanziariamente rilevanti. Ferma restando la possibilità di interrogarsi sull'introducibilità in via statutaria di tali metodi, si v. tuttavia le considerazioni svolte *supra*, alla nota 167 e testo corrispondente.

(286) L. GUATRI-M. BINI (nt. 146), 631 ss.; M. MASSARI-L. ZANETTI (nt. 284), 233 ss.; L. GUATRI (nt. 146), 319 ss.; L. GUATRI-M. BINI, *I moltiplicatori nella valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2002. Si ricorda che, come si è avuto occasione di osservare il precedenza (v. *sub* par. 14, in fine), i metodi dei prezzi comparabili potrebbero anche essere considerati una particolare applicazione del riferimento ai « prezzi di mercato » contenuto nell'art. 2437-ter, comma 2 c.c., dal criterio legale per la valorizzazione delle azioni non quotate. Sebbene il tenore letterale della norma pare riferirsi principalmente al valore delle azioni *della società* dalla quale si recede, non pare doversi escludere un'applicazione più ampia che tenga conto anche dei prezzi di titoli comparabili a quelli oggetto del disinvestimento.

(287) Un esempio può aiutare a chiarire la logica di fondo. Si ipotizzi che occorra valutare le azioni della società per azioni X, non quotate su un mercato regolamentato e per le quali non vi sono scambi sufficienti tali da consentire la determinazione di un affidabile prezzo di mercato. Applicando il metodo dei moltiplicatori si dovrebbero in primo luogo individuare alcune imprese ritenute comparabili: ad esempio, Y, Z e K. Vengono quindi scelti dei moltiplicatori ritenuti economicamente significativi e possibilmente non influenzati da politiche di bilancio, ad esempio, il cosiddetto rapporto « Price/Earning » (o « P/E », capitalizzazione di borsa in rapporto all'utile d'esercizio). Tenendo eventualmente conto anche di una appropriata serie storica, potrebbe risultare che il rapporto P/E delle società Y, Z e K comparabili sia stato in media pari, negli ultimi cinque anni, a 20. Da questo dato si potrebbe indirettamente dedurre che il « valore » espresso dal mercato delle società comparabili sia pari a venti volte l'utile d'esercizio (di modo che se l'utile è pari a 200 il valore della società sarebbe pari a 4.000). A questo punto il « valore » della società oggetto di stima potrebbe essere determinato

tezze applicative, non da ultima la difficoltà di individuare un numero di imprese effettivamente comparabili statisticamente significativo, che sono tuttavia largamente impiegati nel settore finanziario.

I metodi « empirici », che con espressione colorita la dottrina aziendale definisce anche « regole del pollice » per sottolinearne i limitati fondamenti teorici ⁽²⁸⁸⁾, sono applicati soprattutto nella prassi statunitense per la valutazione di imprese di piccole e medie dimensioni (soprattutto esercizi commerciali aperti al pubblico). Essi si ispirano a una logica di fondo non profondamente dissimile da quella che caratterizza i metodi dei moltiplicatori, sebbene si differenzino da questi ultimi in quanto non prevedono una valutazione *ad hoc*, basandosi piuttosto su ipotesi molto generali attinenti particolari settori produttivi, né sono supportati da un'analoga « razionalizzazione » dei presupposti economico-finanziari della comparazione ⁽²⁸⁹⁾. Anche questi metodi, infatti, prevedono che il valore di un'azienda che possiede determinate caratteristiche (ad esempio, dimensionali), operante in un certo settore industriale, possa essere stimato semplicemente tramite formule desunte dall'osservazione di dati statistici derivati dalla prassi di settore. Vengono così elaborate delle vere e proprie tabelle nelle quali, distinguendo in funzione del ramo di attività, si indicano possibili moltiplicatori che, applicati ad alcune variabili economiche attinenti l'azienda oggetto di stima, consentirebbero di stabilirne il valore ⁽²⁹⁰⁾. Almeno in certi casi e con riferimento a particolari attività, essi possano contribuire alla determinazione, se non di un valore puntuale corretto, quantomeno di un ordine di grandezza utile come criterio di controllo. Come ha avuto modo di osser-

moltiplicandone l'utile per venti, applicando quindi il moltiplicatore desunto da un confronto con un campione di società comparabili. Per un dettagliato e chiaro esame di questi metodi nelle loro differenti configurazioni si v. M. MASSARI-L. ZANETTI (nt. 284), 233 ss.

(288) L. GUATRI (nt. 146), 349; cfr. anche M. TAUB, *Rules of Thumb: Some Positive Observation*, in *Business Valuation Review*, 1993, n. 12, disponibile su www.bvappraisers.org/issuestore.

(289) Evoca la contiguità — pur nella differenza — tra metodi empirici e metodi dei moltiplicatori lo stesso L. GUATRI (nt. 146), 357, ove ricorda come « [a]lcuni esempi di stima degli *Intangibles* col metodo dei moltiplicatori sono stati a lungo classificati tra i procedimenti empirici: dal “valore della raccolta” al “valore del portafoglio premi”, dalla stima dell’“autorizzazione” nel commercio al dettaglio al valore attribuito alle testate giornalistiche ».

(290) Cfr. L. GUATRI (nt. 146), 351 ss. Per limitarsi ad alcuni esempi, tali tabelle indicano che il valore di un'azienda che produce e commercializza prodotti da forno all'ingrosso può essere determinato sommando all'utile annuale medio il valore dell'attivo di bilancio a valori di mercato; oppure che il valore di una lavanderia a gettoni oscilla tra il settanta e il cento per cento dei ricavi delle vendite annuali; che il valore di un ristorante « *drive-in* » è pari a sei volte i ricavi delle vendite mensili; di un cinema con oltre mille posti è pari a circa sei volte l'utile medio annuale e così via.

vare uno dei maggiori studiosi della materia, infatti, nonostante lo scarso fondamento teorico di tali metodi, essi non sono privi di rilievo anche in quanto « sono profezie che si alimentano da sole: quanto più sono usate, tanto più assumono credito »⁽²⁹¹⁾.

Interrogandosi sulle possibilità di deroga ai criteri di valorizzazione delle azioni ci si deve anche chiedere se, oltre alle regole sostanziali attinenti la determinazione del valore della partecipazione, possano anche essere modificate le modalità procedurali previste dalla legge per il calcolo di tale valore, fatto salvo il rispetto dell'ultimo comma dell'art. 2437 c.c. Non è qui nemmeno possibile tentare una rassegna delle principali deroghe ipotizzabili. Ci si limita a segnalare, tuttavia, anche per la sua possibile rilevanza applicativa, la questione dell'ammissibilità di una clausola statutaria che attribuisca la competenza all'applicazione del criterio legale (o di un differente criterio statutario) ad un soggetto terzo diverso dagli amministratori. Una siffatta previsione, che potrebbe rispondere ad un apprezzabile interesse delle parti qualora i soci volessero affidare il calcolo ad un soggetto dotato di specifici requisiti di professionalità e indipendenza, potrebbe ritenersi legittima, in particolare se non esclude la procedura di contestazione prevista dall'ultimo comma dell'art. 2437-ter c.c.⁽²⁹²⁾.

Un'ultima questione che si segnala riguarda le modalità di liquidazione delle azioni più che i criteri per la determinazione del valore delle azioni. Ci si riferisce alla possibilità di stabilire, in via statutaria, che una volta determinato il valore delle azioni ai fini del recesso (in ipotesi anche in base ai criteri legali), questo sia liquidato *non* in denaro, bensì — ad esempio — tramite strumenti finanziari il cui valore sia determinabile in modo il più possibile oggettivo, ad esempio facendo riferimento a prezzi di mercato. Ferma restando l'eventuale necessità di prevedere conguagli in denaro, derivante dalla verosimile difficoltà di trovare strumenti finanziari il cui valore sia un multiplo o una frazione esatti del valore delle azioni del recedente, si tratterebbe in sostanza di liquidare i soci tramite una permuta di strumenti finanziari. Questa soluzione, che pure potrebbe corrispondere a specifiche esigenze delle parti, oltre a sollevare numerosi problemi applicativi (si pensi, tra l'altro, alla necessità di determinare *anche* il valore degli strumenti attribuiti « in concambio » alle azioni), non pare compatibile con

⁽²⁹¹⁾ L. GUATRI (nt. 146), 349

⁽²⁹²⁾ Ovviamente gli amministratori, su base volontaria, ricorreranno frequentemente — in particolare nel caso di società di dimensioni medio-grandi — all'assistenza di un consulente specializzato nella valutazione delle aziende: il problema al quale si fa riferimento nel testo riguarda, tuttavia, l'istituzionale previsione, in forza di una norma statutaria, del ricorso a tale soggetto. Cfr. *infra*, par. 24.

quanto recita il comma 1 dell'art. 2437-ter c.c., che prevedendo il diritto del socio alla « liquidazione » delle azioni sembra escludere l'estinzione del credito con strumenti diversi dal denaro, ovviamente salvo consenso del singolo socio nel caso di specie ⁽²⁹³⁾.

23. La previsione di criteri alternativi a quelli legali per la valutazione delle azioni pone un problema di coordinamento con la nuova disciplina delle clausole di mero gradimento prevista dal comma 2 dell'art. 2355-bis c.c. Come si è avuto occasione di ricordare in precedenza, questa disposizione — onde evitare che il socio possa divenire « prigioniero » del proprio investimento — subordina l'efficacia di tali clausole alla condizione che, in caso di diniego del gradimento, l'azionista che intendeva cedere la propria partecipazione possa recedere dalla società o alienare le azioni alla società o agli altri soci. In entrambi i casi, il rimborso delle azioni o il corrispettivo devono essere « *determinati secondo le modalità e nella misura previste dall'art. 2437-ter* » ⁽²⁹⁴⁾. Questa previsione solleva un peculiare problema di coordinamento, non essendo chiaro se il rinvio debba essere in ogni caso inteso ai criteri *legali* di valutazione delle azioni in caso di recesso, ovvero se, qualora lo statuto — in applicazione dell'art. 2437-ter — abbia previsto criteri alternativi a quelli legali, si debbano applicare questi ultimi. La risposta che appare preferibile è la prima, onde evitare soluzioni che vanifichino le esigenze di tutela che ispirano l'art. 2355-bis c.c.

La questione non è, tuttavia, scontata e merita di essere illustrata con un esempio. Si ipotizzi che vengano modificati i criteri per la valutazione delle azioni in caso di recesso ai sensi del comma 4 dell'art. 2437-ter c.c. A distanza di alcuni anni da tale modifica si introduce nel contratto sociale

⁽²⁹³⁾ È appena il caso di segnalare che una siffatta soluzione non inciderebbe sulla natura di debito di valuta dell'obbligazione della società nei confronti del socio recedente, e quindi sulla sua soggezione al principio nominalistico che impone di tenere conto, al momento del pagamento, della rivalutazione monetaria: cfr. par. 25.

⁽²⁹⁴⁾ Sull'art. 2355-bis c.c. v., senza pretesa di completezza, A. DENTAMARO, *Commento art. 2355-bis*, in G. COTTINO-G. BONFANTE-O. CAGNASSO-P. MONTALENTI (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, Zanichelli, Bologna, 2004, t. 1, 378 ss.; F. DIMUNDO, *Commento art. 2355-bis*, in G. LO CASCIO (a cura di), *La riforma del diritto societario*, Giuffrè, Milano, t. 3, 141 ss.; S. GATTI, *La disciplina della circolazione delle partecipazioni sociali secondo il d.lgs. 6/2003*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 1 ss.; M. IEVA, *Le clausole limitative della circolazione delle partecipazioni societarie: profili generali e clausole di predisposizione successoria*, in *Riv. not.*, 2003, I, 1361 ss.; V. MELI, *Commento art. 2355-bis*, in G. NICCOLINI-A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Jovene, Napoli, v. 1, 2004, 336 ss.; D. VATTERMOLI, *Commento art. 2355-bis*, in M. SANDULLI-V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, Giappichelli, Torino, t. 1, 2003, 174 ss.

una clausola di mero gradimento, prevedendo che in caso di diniego del *placet* le azioni saranno acquistate proporzionalmente dagli altri soci per un prezzo pari al valore di liquidazione delle azioni ai fini del recesso. Tale valore, tuttavia, applicando i criteri statutari introdotti ai sensi del comma 4 dell'art. 2437-ter c.c., potrebbe risultare inferiore rispetto al prezzo (di mercato) che il terzo acquirente (non gradito) sarebbe disposto a pagare per le azioni del socio che intende disinvestire. Sembra quindi preferibile che il riferimento all'art. 2437-ter sia inteso limitato ai criteri legali previsti dal secondo e dal comma 3 di tale norma, che assicurano una valutazione « minima » ritenuta equa dal legislatore ⁽²⁹⁵⁾.

Il problema, tuttavia, è più complesso di quanto appaia. Se, infatti, lo statuto prevede una clausola di mero gradimento, assistita dal « correttivo » che, in ipotesi di diniego del gradimento, gli altri soci siano tenuti ad acquistare le azioni ad un prezzo pari al valore che sarebbe determinato in caso di recesso, ma lo statuto contempla criteri di valutazione *ex art. 2437-ter c.c.* diversi da quelli legali (e che in ipotesi condurrebbero a un prezzo per azione inferiore), sono possibili almeno due conseguenze sul piano interpretativo. Da un lato, si potrebbe ritenere la clausola di gradimento efficace, ma che il riferimento ai criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso debba comunque essere inteso come relativo ai criteri legali. In alternativa, si potrebbe concludere che poiché la clausola di gradimento prevede sì un dovere di acquisto dei soci, ma il prezzo di tale acquisto non rispetta la previsione dell'art. 2355-bis c.c. (che richiede l'applicazione dei criteri *legali* di valutazione), la limitazione alla circolazione delle azioni debba ritenersi inefficace.

Applicando un criterio di conservazione della pattuizione, la prima soluzione, che attribuisce efficacia alla clausola di gradimento, appare preferibile, anche se la questione non può considerarsi pacifica e, comunque, la sua soluzione dipenderà dalle circostanze del singolo caso e dal tenore della specifica clausola considerata.

⁽²⁹⁵⁾ Soluzione peraltro in linea con la *ratio* della celebre decisione della Cassazione, che ha evidentemente ispirato il legislatore nella stesura dell'art. 2355-bis c.c., secondo la quale una clausola di mero gradimento doveva ritenersi valida a condizione che, in caso di diniego del *placet*, sia garantita al socio alienante la possibilità di uscire dalla società: Cass. 15 maggio 1978, n. 2365, in *Giur. comm.*, 1978, II, 639 ss. Dalla ricostruzione proposta sembra doversi inoltre far discendere il principio che sia valido anche un meccanismo di calcolo del prezzo o valore delle azioni del socio cedente che — nel caso concreto (attesa la difficoltà di determinare tale questione *ex ante*) — conduca a una valutazione delle azioni superiore a quella alla quale si giungerebbe in applicazione dei criteri legali previsti dall'art. 2437-ter c.c.

Questa ricostruzione, peraltro, non contraddice quanto in precedenza sostenuto circa l'autonomia statutaria nel modificare i criteri legali di liquidazione delle azioni non solo in senso «migliorativo» per i recedenti, per una fondamentale ragione: a fronte delle modificazioni di tali criteri i soci dissenzienti sono tutelati dalla possibilità di recedere vedendosi liquidate le azioni in base ai previgenti criteri, mentre in caso di introduzione di una clausola di mero gradimento, ai soci potrebbe essere preclusa un'analoga forma di tutela in applicazione dell'opzione prevista dall'art. 2437, comma 2, c.c.

24. Come si è avuto modo di constatare in precedenza, quantomeno nel caso in cui il recesso si basa su una deliberazione assembleare, ai sensi del comma 5 dell'art. 2437-ter c.c., i soci hanno diritto di conoscere il valore di liquidazione delle azioni anteriormente alla data fissata per la riunione dell'assemblea⁽²⁹⁶⁾. Il mancato rispetto di quest'onere informativo rappresenta un vizio di procedimento della deliberazione, che potrebbe essere annullata ai sensi dell'art. 2377 c.c.⁽²⁹⁷⁾.

Il valore determinato dagli amministratori può essere oggetto di contestazione al momento della dichiarazione di recesso. La formale contestazione rappresenta l'atto di avvio di un procedimento eventuale disciplinato dall'ultimo comma dell'art. 2437-ter c.c., che prevede che in tale ipotesi il valore di liquidazione «è determinato entro novanta giorni dall'esercizio del diritto di recesso tramite relazione giurata di un esperto nominato dal tribunale, che provvede anche sulle spese, su istanza della parte più diligente», applicandosi il comma 1 dell'art. 1349 c.c.

Legittimati alla contestazione sono unicamente coloro i quali esercitano il diritto di recesso, come chiarisce il tenore letterale della previsione. Sebbene si potrebbe discutere dell'opportunità di questa soluzione, considerando che anche i soci che restano nella compagine sociale (nonché i creditori della società) potrebbero avere un interesse a che la partecipazione di chi esercita l'*exit* non sia sopravvalutata, la scelta del legislatore non pare revocabile in dubbio sul piano esegetico⁽²⁹⁸⁾.

(296) Pare ragionevole ritenere che il diritto di informazione dei soci comprende quello di conoscere, oltre al risultato del procedimento di stima, anche i criteri utilizzati e le principali ipotesi valutative adottate, essenziali per comprendere la correttezza del metodo seguito e del valore così determinato: in questo senso M. CALLEGARI (nt. 3), 1427.

(297) Questione interessante e complessa sarà, in questa ipotesi, quella della quantificazione dei danni: su questo problema si v. R. SACCHI, *La tutela obbligatoria degli azionisti nel nuovo art. 2377 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*; Giuffrè, Milano, 2003, 155 ss.

(298) Sul piano procedimentale, una questione sollevata dai primi commentatori ri-

L'esperto, per effetto del rinvio all'art. 1349 c.c., opera in qualità di arbitratore ⁽²⁹⁹⁾, con la conseguenza che egli dovrà decidere « *con equo apprezzamento* » e che sarà possibile ricorrere al giudice ordinario solo se la determinazione del terzo sia del tutto mancante o manifestamente iniqua o erronea ⁽³⁰⁰⁾.

La questione centrale in merito al ruolo dell'esperto riguarda l'esatta individuazione dei compiti che gli sono assegnati dalla legge. L'esperto è tenuto a compiere una *nuova* valutazione, e in questo caso può applicare criteri differenti rispetto a quelli previsti dalla legge o dalla statuto, ovvero più semplicemente a verificare la corretta applicazione dei criteri di legge o di statuto — nell'ambito dei margini di discrezionalità che essi consentono e che si sono discussi in precedenza — da parte degli amministratori? In altre parole, può l'arbitratore « disconoscere » i criteri utilizzati dagli amministratori ed applicarne diversi, ritenuti più adeguati?

Occorre bene intendersi sul significato della questione. In primo luogo è ovvio che, nell'applicazione di qualunque criterio di valutazione, sia esso predeterminato dalla legge o previsto dallo statuto, sussistono ambiti di manovra più o meno ampi che, per così dire, rientrano nelle « regole del gioco » attinenti all'applicazione di un dato criterio. Un esempio: i pesi attribuiti ai tre elementi dei quali la legge richiede di tener conto nella valutazione delle azioni non quotate (consistenza patrimoniale, prospettive reddituali ed eventuale valore di mercato) possono essere diversi. Tali differenze non implicano, ovviamente, ricorso ad un metodo alternativo a quello legale, riguardando invece il modo in cui esso è applicato. Analogo ragionamento può essere svolto con riferimento ad eventuali regole statutarie, se si ritiene che esse possono ampliare la libertà degli amministratori di impiegare il criterio di valutazione più appropriato, consentendo ad esempio il ricorso a metodi finanziari. In questa ipotesi, la scelta di tali metodi, in alternativa — ad esempio — al riferimento alle prospettive reddituali calcolate dando

guarda il termine per la determinazione dell'esperto, che la norma fissa in novanta giorni *dall'esercizio del recesso*. Si sono a questo proposito avanzati dubbi applicativi in merito all'eventualità — se ben si intende — che la nomina dell'esperto, rimessa alla parte più diligente ma che richiede l'intervento del tribunale, possa avvenire a ridosso dello scadere di tale termine, lasciando quindi poco tempo per l'esercizio della funzione peritale (A. PACIELLO, *Commento* (nt. 3), 1130). Si potrebbe tuttavia sostenere la sospensione del decorso del termine sino all'accettazione della nomina.

⁽²⁹⁹⁾ Sull'istituto si v., in generale, tra i contributi più recenti, F. CRISCUOLO, *Arbitraggio e determinazione dell'oggetto del contratto*, Nis, Napoli, 1995.

⁽³⁰⁰⁾ Questa limitazione della possibilità di adire l'autorità giudiziaria prevista per legge è stata criticata da uno dei primi commentatori, il quale ha sollevato anche dubbi di costituzionalità sulla norma in esame (R. RORDORF (nt. 3), 930).

rilievo anche a flussi non monetari, rientrerebbe nella logica del criterio di valutazione previsto dal contratto sociale.

Ciò posto, occorre chiedersi se l'esperto possa determinare il valore delle azioni *al di fuori* di tali margini di discrezione, previsti dal criterio di valutazione applicabile; se, cioè, la discrezionalità dell'arbitratore possa spingersi sino al punto di disattendere il criterio legale o statutario. La risposta a questa domanda deve essere negativa. L'esperto, in altre parole, non è chiamato a sostituirsi al legislatore o alle parti nella scelta del metodo di valutazione, bensì semplicemente ad applicare correttamente tale metodo⁽³⁰¹⁾.

La questione pare priva di dubbi con riferimento ai criteri legali, mentre potrebbe sollevare qualche perplessità in merito a quelli statutari. Ci si potrebbe infatti chiedere se, qualora le parti abbiano scelto un criterio irrazionale per la valutazione delle azioni, che in base alla teoria e alla prassi delle valutazioni d'azienda non consente di giungere alla determinazione del *fair value* delle azioni, tale scelta possa e debba essere abbandonata dall'esperto, in favore di una soluzione più ortodossa. La soluzione deve essere articolata. In generale, la risposta negativa appare preferibile in quanto il rimedio per la scelta di un criterio statutario, diverso da quello legale, (ritenuto) non corretto, *non* è rappresentato dalla contestazione davanti all'arbitratore in sede di applicazione del criterio, bensì — nei casi più gravi — dalla contestazione della legittimità della previsione statutaria, o dallo stesso recesso in sede di sua introduzione nel contratto sociale. Analogamente, il socio che acquisti azioni di una società che presenta, nel proprio statuto, particolari criteri statutari di valutazione delle azioni in caso di recesso, non ha necessità di essere tutelato tramite il ricorso all'arbitratore, avendo egli implicitamente « accettato » tale circostanza, conoscibile al momento dell'investimento⁽³⁰²⁾ ⁽³⁰³⁾.

⁽³⁰¹⁾ Si concorda pienamente, dunque, con quanto affermato da M. STELLA RICHTER (nt. 3), secondo il quale (400, nota 30) « le contestazioni sulla valorizzazione della quota da liquidarsi e il successivo procedimento volto a dirimere la contestazione tra socio recedente e società(-amministratori) non si traduce mai in un giudizio sui criteri, in ipotesi, statutariamente fissati, bensì sulla loro corretta applicazione ».

⁽³⁰²⁾ Questa ricostruzione risulta coerente con la limitazione della legittimazione alla contestazione ai soli soci recedenti (di cui si è fatto cenno precedentemente): soggetti che esplicitamente (concorrendo a introdurre criteri di valutazione diversi da quelli legali) o implicitamente (non esercitando il recesso al momento della precedente modifica dei criteri di valutazione o acquistando le azioni di una società il cui statuto prevede tali criteri) hanno accettato tali regole, non hanno la possibilità di ricorrere all'arbitratore.

⁽³⁰³⁾ A questo proposito non si può tacere di una questione che potrebbe essere sollevata facendo un parallelo, solo apparentemente ardito, con la disciplina del controllo infra-

In linea di principio l'esperto dovrà quindi muoversi entro i limiti (che possono essere tutt'altro che angusti) del metodo di valutazione delle azioni previsto, senza poter unilateralmente decidere di abdicare a tale scelta che, implicitamente o esplicitamente, è comunque riconducibile alla volontà dei soci. È certo, tuttavia, che il confine tra discrezionalità « interna » al criterio di valutazione applicabile e ricorso ad un criterio differente, chiaro in teo-

semestrale della stima di conferimenti in natura da parte degli amministratori (art. 2343, comma 3, c.c.). Nonostante le profonde differenze tra questi istituti, entrambe le ipotesi si caratterizzano per la presenza di un soggetto chiamato a controllare una valutazione precedente (con una inversione dei soggetti: in materia di conferimenti sono gli amministratori a controllare la stima di un esperto terzo, nel caso del recesso è un esperto terzo a verificare, eventualmente, la valutazione degli amministratori); valutazione che, in materia di conferimenti, il perito nominato dal tribunale effettuata scegliendo liberamente i criteri di valutazione da applicare, mentre in caso di recesso deve essere eseguita dagli amministratori sulla base di criteri predeterminati dalla legge o dallo statuto. Inoltre, dal punto di vista delle finalità del procedimento di valutazione (e del suo successivo controllo), sia nella disciplina dei conferimenti, sia in quella del recesso, agli interessi del socio alla valutazione della propria partecipazione si contrappongono quelli della società, degli altri soci e dei terzi alla consistenza del capitale sociale e del patrimonio aziendale. Sebbene si tratti di similitudini solo parziali tra materie diverse e per altri aspetti distanti, non pare priva di rilievo la considerazione che il controllo della valutazione originaria dei conferimenti in natura, per opinione pressoché unanime, *non implica*, salvo casi di incongruità manifesta della precedente stima, una *nuova valutazione*, realizzata quindi applicando criteri differenti da quelli applicati in sede di perizia, bensì semplicemente un *controllo* di tale valutazione, effettuato ripercorrendone i passaggi logici e i calcoli (sul punto, v. per tutti M. MIOLA, *La stima dei conferimenti in natura e di crediti*, in G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol 1***, *Conferimenti in natura - Versamenti dei soci - Prestazioni accessorie*, Utet, Torino, 2004, a 475 ss.; B. QUATRARO-L. PICONE, *La responsabilità di amministratori, sindaci, direttori generali e liquidatori di società*, Giuffrè, Milano, 1998, 117 ss.). Se allora, si potrebbe ragionare, anche in assenza di criteri legali o statutari di valutazione predefiniti (come nel caso della perizia da conferimento), il sistema prevede che il controllo di un procedimento di valutazione sia condotto sulle linee tracciate da tale procedimento, a maggior ragione tale principio dovrebbe applicarsi quando, come nella revisione della valutazione ai fini del recesso da parte dell'arbitratore, le regole di valutazione sono state fissate dalla legge o dall'autonomia statutaria.

L'argomento non è tuttavia decisivo. Non può infatti sfuggire la circostanza che, nel caso dell'art. 2343 c.c., gli amministratori sono chiamati a controllare una perizia giurata di un professionista della valutazione di nomina giudiziaria, che già offre elevate garanzie di indipendenza e correttezza. Al contrario, nel caso del recesso, è la fase eventuale di controllo — affidata a un esperto terzo — che, almeno da un certo punto di vista, offre maggiori garanzie di autonomia e correttezza, circostanza che potrebbe indurre ad accettare maggiore libertà dell'esperto nel discostarsi dai criteri impiegati dagli amministratori. Se questa libertà non può essere riconosciuta, non è dunque sulla base di un parallelo con la disciplina dei conferimenti in natura, bensì sulla scorta degli argomenti, decisivi ad avviso di chi scrive, precedentemente discussi.

ria, all'atto pratico potrebbe risultare di difficile individuazione, circostanza che accentua la criticità della questione sollevata ⁽³⁰⁴⁾.

Un importante problema posto dalla possibilità di contestare la valutazione delle azioni, riguarda la derogabilità di tale regola. Ci si deve chiedere se lo statuto possa escludere la facoltà di ricorrere all'arbitratore riconosciuta al recedente dall'ultimo comma dell'art. 2437-ter c.c. Per rispondere a questo interrogativo occorre valutare se una siffatta previsione renda più gravoso l'esercizio del recesso e se essa sia posta a tutela di un interesse indisponibile. In questa prospettiva la questione mostra la propria ambiguità, in quanto escludendo in via statutaria la facoltà di invocare l'intervento dell'arbitratore, se da un lato si elimina una possibile forma di controllo dell'operato degli amministratori, dall'altro si riapre la possibilità dei soggetti coinvolti di ricorrere pienamente alla tutela giudiziaria.

Nonostante tale rilievo, si ritiene che l'eliminazione in via statutaria della possibilità di ricorrere al rapido (rispetto ad un procedimento giudiziario) e sicuro (offrendo l'esperto garanzie di imparzialità e professionalità) procedimento di controllo della valutazione previsto dalla legge, possa rendere più gravoso l'esercizio del recesso. Almeno quando riferita alle ipotesi inderogabili di recesso, dunque, già sotto questo profilo si potrebbe ritenere una siffatta clausola statutaria nulla ai sensi dell'ultimo comma dell'art. 2437 c.c.

In secondo luogo, si potrebbe rilevare che il procedimento di contestazione davanti l'arbitratore non è previsto unicamente a tutela del socio, avendo anche la società e i terzi interesse — come più volte osservato in precedenza — ad una spedita definizione dei rapporti pendenti e ad una situazione di certezza in merito all'esercizio del recesso, che può incidere su assetti proprietari e consistenza del patrimonio sociale. Anche da questo punto di vista, dunque, la soluzione che ritiene inderogabile la facoltà di ricorrere all'arbitratore risulta preferibile.

Ciò posto con riferimento alla disciplina esplicitamente prevista dall'art. 2437-ter in merito alla comunicazione del valore delle azioni e alla sua eventuale contestazione — relativa all'ipotesi di recesso fondato su

⁽³⁰⁴⁾ Da questo punto di vista, peraltro, pur nell'ambito della prospettiva indicata, non si può escludere che in particolari casi, nei quali ad esempio il mutamento dello scenario economico di riferimento renda palesemente inadeguati i criteri di valutazione previsti dallo statuto, l'arbitratore sia tenuto a cercare comunque di giungere ad una determinazione equitativa del valore delle azioni, eventualmente forzando il tenore letterale delle clausole statutarie.

una deliberazione assembleare —, ci si deve chiedere se anche quando il presupposto del recesso è un fatto diverso da una deliberazione assembleare (si pensi alle ipotesi previste dalla disciplina della direzione e coordinamento di società, ovvero a fattispecie aggiuntive introdotte dall'autonomia statutaria), i soci abbiano diritto a conoscere la determinazione del valore delle azioni e, in caso affermativo, quale sia la disciplina applicabile, nonché se si debba ritenere ammissibile il ricorso all'arbitratore previsto dall'ultimo comma dell'art. 2437-ter, c.c.

La questione nasce dalla circostanza che tanto l'obbligo di comunicazione previsto dal comma 5 della disposizione in commento, quanto il procedimento di contestazione regolato dal comma 6, sono chiaramente disciplinati in funzione delle fattispecie di recesso conseguente a deliberazione, mentre nulla è disposto in caso di recesso basato su fatti diversi, il che rappresenta un evidente difetto di coordinamento⁽³⁰⁵⁾.

Concordando con i pochi studiosi che, essendosi occupati della questione, ritengono che anche in tali casi il socio abbia diritto di conoscere, anteriormente all'esercizio dell'*exit*, il valore di liquidazione delle azioni, nonché di ricorrere all'equo apprezzamento di un arbitratore⁽³⁰⁶⁾, non si possono nascondere le difficoltà che tale ricostruzione comporta. Nei casi in esame il diritto di recedere deve essere esercitato entro trenta giorni dalla conoscenza (o conoscibilità, secondo l'interpretazione precedentemente proposta) del fatto che legittima il recesso. Si può ritenere rientrante nel dovere di diligenza degli amministratori la predisposizione, senza indugio, della stima del valore delle azioni *ex art. 2437-ter c.c.* nel momento nel quale essi vengano a conoscenza del fatto che legittima il recesso. Non si può tuttavia escludere che, anche in ragione dei tempi tecnici necessari per compiere tale valutazione, i soci esercitino il diritto senza conoscere (ancora) il valore delle azioni. In secondo luogo, la società stessa e i suoi amministratori potrebbero rendersi conto della circostanza che legittima il recesso e quindi della necessità di valutare le azioni solo a seguito del ricevimento della comunicazioni di recesso. Anche in questo caso, la

⁽³⁰⁵⁾ A. PACIELLO, *Commento* (nt. 3), 1131.

⁽³⁰⁶⁾ Così ancora A. PACIELLO, *Commento* (nt. 3), 1131; dello stesso ordine di idee M. STELLA RICHTER (nt. 3), 401 s., ove si legge che « [q]ualora il recesso scaturisca da fatto diverso da una deliberazione è mia opinione che il socio abbia comunque diritto a contestare attraverso il ricorso ad un terzo arbitratore la quantificazione del valore della sua quota operata, questa volta necessariamente *ex post*, dagli amministratori, e, naturalmente, in questo caso non si potrà ritenere applicabile il termine di decadenza coincidente con l'esercizio del diritto di recesso ».

quantificazione del valore delle azioni sarebbe *successiva* all'esercizio del diritto.

Si potrebbe allora seguire la soluzione indicata da un Autore, il quale ritiene ammissibile, nel caso di specie, che il socio ponga alla società una « richiesta » di indicazione del valore delle azioni, « motivata con l'interesse a recedere », e « una volta conosciuto il valore di liquidazione » egli possa « contestarlo in sede di recesso »⁽³⁰⁷⁾. Resterebbero, tuttavia, da affrontare alcuni delicati problemi di coordinamento con il termine di esercizio del recesso: cosa accade, ad esempio, se — in assenza di un termine fissato dalla legge — la società « ritardi », più o meno intenzionalmente, la determinazione di tale valore, facendo così trascorrere i trenta giorni dalla conoscenza del fatto che legittima il recesso (a questo punto certa), previsti dall'art. 2437-*bis* c.c. per l'esercizio del diritto? Pur potendosi ipotizzare, come la dottrina ha proposto, soluzioni statutarie⁽³⁰⁸⁾ o interpretative (ritenendo, ad esempio, che la decorrenza del termine sia sospesa sino alla comunicazione del valore da parte della società), è evidente che la materia meriterebbe un più attento coordinamento legislativo per risolvere i non pochi dubbi, potenzialmente forieri di contenzioso, che essa solleva⁽³⁰⁹⁾.

25. Come più volte ricordato, la nuova disciplina prevede una particolare modalità di liquidazione delle azioni in forza della quale, a fronte del recesso di uno o più soci, la riduzione del capitale sociale — anteriormente alla riforma principale modalità di rimborso — rappresenta solo l'ultima di una serie di alternative che devono essere perseguite. Nell'ordine in cui le prevede la legge, esse sono: *i*) acquisto delle azioni dei soci receduti in opzione da parte degli altri soci (ed eventuale prelazione sulle azioni non optate da parte di chi ha esercitato l'opzione); *ii*) offerta a terzi da parte degli amministratori, che se riguarda azioni quotate deve avvenire nei mercati regolamentati (verosimilmente tramite

(307) A. PACIELLO, *Commento* (nt. 3), 1131.

(308) M. STELLA RICHTER (nt. 3), 402, nota 34.

(309) In chiusura di questa breve rassegna di problemi interpretativi connessi con il ricorso all'arbitratore previsto dall'art. 2437-*ter* c.c., è utile ricordare che la determinazione del terzo avrà effetto unicamente nei confronti dei soci che hanno adito il procedimento di contestazione in esame, con la conseguenza che soci che « accettano » la determinazione del valore « proposta » dalla società e soci che la « contestano » seguono — per così dire — due binari distinti in merito al *quantum* e al *quando* del rimborso dell'investimento: tale conclusione è messa in luce e posta in relazione al « sistema » del recesso da A. PACIELLO, *Commento* (nt. 3), 1130 e s.

« asta ») ⁽³¹⁰⁾; *iii*) acquisto da parte della società e *iv*) riduzione del capitale. La riduzione del capitale sociale è disciplinata per rinvio all'art. 2445 c.c. dedicato alla riduzione facoltativa del capitale sociale ⁽³¹¹⁾, con l'importante differenza che l'eventuale accoglimento dell'opposizione dei creditori determina lo scioglimento della società ⁽³¹²⁾. È possibile passare alla modalità di liquidazione delle azioni successiva solo dopo aver esperito quella precedente, e solo per le azioni che non sono state così rimborsate ⁽³¹³⁾ ⁽³¹⁴⁾.

⁽³¹⁰⁾ Dubbi sull'opportunità di tale opzione normativa sono stati espressi da P. PISCIELLO (nt. 77), 1494, secondo il quale il potere di collocare le azioni ai terzi, assegnato dal legislatore ai membri dell'organo di amministrazione, potrebbe « consentire agli amministratori di alterare i rapporti di forza all'interno della società favorendo l'ingresso di soggetti a loro legati. Soluzione migliore — prosegue l'Autore — sarebbe stata quella di prevedere direttamente il rimborso da parte della società nell'ipotesi di mancato esercizio dell'opzione da parte degli altri soci ». Si deve tuttavia tenere presente che la finalità della previsione è quella di evitare (o, più precisamente, rendere meno probabile) che il recesso incida sul patrimonio della società, come implicitamente indica A. PACIELLO, *Commento* (nt. 3), 1135, nota 5.

⁽³¹¹⁾ Sulla riduzione del capitale sociale *ex art.* 2445 c.c., v., prima della riforma ma con considerazioni ancora in buona parte attuali, R. NOBILI-M.S. SPOLIDORO (nt. 118), 203 ss.; per una sintesi della disciplina applicabile alla riduzione del capitale sociale per effetto del recesso e delle conseguenze dell'eventuale opposizione, anteriormente all'introduzione del nuovo art. 2437-*quater* c.c., si v. M. TRONTI (nt. 3), 432 ss.; sull'art. 2445 c.c. v. D. BONACCORSI DI PATTI, *Commento art. 2445*, in M. SANDULLI-V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, Giappichelli, Torino, t. 2, 2003, 932 ss.; F. GUERRERA, *Commento art. 2445*, in G. NICCOLINI-A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Jovene, Napoli, v. 2, 2004, 1194 ss.; F. PLATANIA, *Commento art. 2445*, in G. LO CASCIO (a cura di), *La riforma del diritto societario*, Giuffrè, Milano, t. 6, 2003, 525 ss.

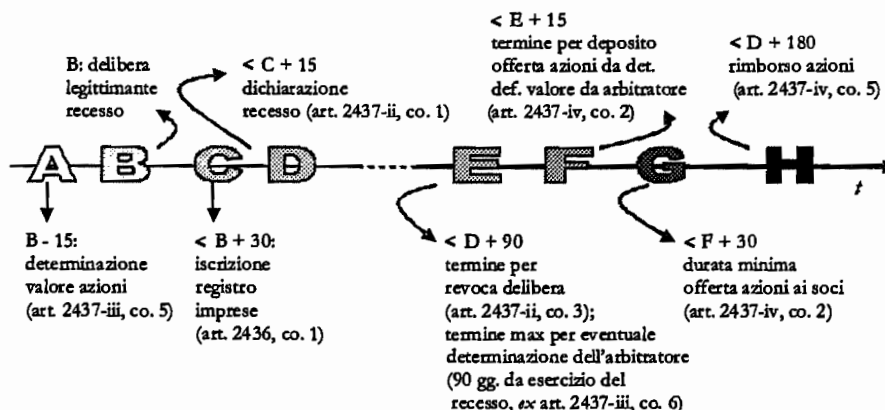
⁽³¹²⁾ Si tratta di un'opzione legislativa criticata dai primi commentatori, che la hanno ritenuta eccessivamente rigida e contraria al *favor* per la conservazione della società che dovrebbe ispirare la disciplina: A. PACIELLO, *Commento* (nt. 3), 1137 s.

⁽³¹³⁾ Ci si potrebbe interrogare sulla possibilità di derogare in via statutaria a tali regole, prevedendo modalità alternative di collocamento delle azioni o evitando uno o più dei passaggi previsti dalla legge. La risposta che appare preferibile è, tuttavia, negativa, in quanto la procedura disegnata dall'art. 2437-*quater* c.c. ha la funzione di assicurare (o favorire) che l'acquisto delle azioni da parte della società o la riduzione del capitale sociale — le alternative verosimilmente meno gradite ai creditori sociali — siano solo l'*extrema ratio*, alle quali giungere solo dopo aver esperito altre modalità di « rimborso ».

⁽³¹⁴⁾ Avendo a questo punto ripercorso, anche dal punto di vista procedurale, i principali momenti del recesso inteso come fattispecie a formazione progressiva, appare opportuno sintetizzarli su una ipotetica « *time line* », relativa al caso di recesso legittimato da una deliberazione assembleare di modifica dello statuto, anche al fine di fornire una visione sinottica d'insieme del procedimento, nelle sue varie fasi, e di indicarne i tempi medi. Si consideri pertanto il seguente grafico, che illustra i momenti principali dell'*iter* procedurale di

Non è oggetto di questo lavoro una disamina dei pur numerosi problemi interpretativi che la disposizione solleva ⁽³¹⁵⁾. In questa sede ci si li-

recesso (con alcune semplificazioni; le lettere si riferiscono alle fasi principali, le cifre ai giorni):



Alcune precisazioni. Il momento « E » rappresenta non solo il termine per la revoca della deliberazione, ma anche per l'alternativa delibera di scioglimento, che ovviamente aprirebbe una fase di liquidazione la cui tempistica non è rappresentata nel grafico. Analogamente, dopo il momento « H », nel caso in cui fosse impossibile procedere all'acquisto delle azioni proprie, si darebbe luogo o alla riduzione di capitale sociale, o allo scioglimento della società. Nel primo caso, per via del rinvio all'art. 2445 c.c., il rimborso delle azioni dovrebbe attendere quantomeno i termini concessi ai creditori per l'opposizione e, eventualmente, la decisione in merito alla stessa. L'accoglimento dell'opposizione comporterebbe un'ulteriore dilazione del momento del rimborso delle azioni del recedente. La contestazione del valore delle azioni deve avvenire, ai sensi dell'art. 2437-ter c.c., con la dichiarazione di recesso. Ne consegue che, al più tardi, tale contestazione potrà essere effettuata al momento « D ». Il grafico, per semplicità, fa decorrere da questo momento il termine per la determinazione del valore da parte dell'arbitratore, che la legge fissa « entro novanta giorni dell'esercizio del diritto di recesso » (art. 2437-ter, comma 6, c.c.). Non è quindi escluso che tale termine sia inferiore, qualora l'esercizio del diritto sia avvenuto anteriormente rispetto al suo termine ultimo (« D »). Il termine per il deposito dell'offerta in opzione, stabilito dalla legge in quindici giorni dalla determinazione definitiva del valore di liquidazione, solleva alcuni problemi di coordinamento. Nel grafico, ancora per semplicità e al fine di mostrare la possibile estensione massima della *time line* del recesso, si è ipotizzata la contestazione del valore e l'apertura del procedimento di verifica della stima ex art. 1349 c.c. In questo caso, ipotizzando che l'arbitratore determini tale valore allo scadere del termine ultimo che ha a disposizione (novanta giorni dall'esercizio del recesso, momento « E »), in « E » vi sarebbe la determinazione definitiva alla quale fa riferimento l'art. 2437-quater e a partire da « E » gli amministratori avrebbero 15 giorni di tempo per depositare presso il registro delle imprese l'offerta in opzione. Nel caso in cui non vi siano state contestazioni, si può ritenere che il valore di liquidazione delle azioni sia « definitivo » allo scadere del termine per l'esercizio del recesso (e per le stesse contestazioni), cioè — nel grafico — il momento indicato come « D ». Ne discenderebbe che entro quindici giorni da « D » gli amministratori dovrebbero depositare l'offerta in opzione delle azioni dei recedenti. Tale termine, tuttavia, cadrebbe in un periodo di tempo nel quale la società può ancora optare per la revoca della deliberazione che ha legittimato il recesso o per lo

mita all'indicazione di alcune questioni interpretative che appaiono di particolare rilievo, senza pretesa di completezza.

Un primo, delicato, problema, riguarda le società con azioni quotate. Anche prescindendo dall'ammissibilità di criteri di valutazione delle azioni quotate diversi da quelli legali, sopra discussa ⁽³¹⁶⁾, applicando il criterio di legge di cui al comma 3 dell'art. 2437-ter c.c. si potranno sostanzialmente verificare tre situazioni, in funzione del rapporto tra media dei prezzi di chiusura del semestre e prezzo di mercato corrente al momento della liquidazione. Se il valore delle azioni ai fini del recesso è significativamente superiore a quello di mercato (circostanza che potrebbe verificarsi in ipotesi di prezzi decrescenti nel semestre), molto difficilmente — se non a fronte di esigenze di sostegno del corso dei titoli o legate agli assetti proprietari che solitamente riguardano gli azionisti di maggioranza —, gli azionisti non recedenti o i terzi acquisteranno le azioni offerte ai sensi dei primi quattro commi dell'art. 2437-quater c.c.: perché comprare ad un prezzo maggiore ciò che sul mercato si trova a condizioni più convenienti?

D'altro lato, se il valore delle azioni ai fini del recesso non si discosta in modo rilevante da quello di mercato, alcuni investitori aderiranno all'offerta in ragione delle proprie aspettative sull'evoluzione dei prezzi di mercato delle azioni.

Se, infine, nel semestre di riferimento i prezzi sono, in media, aumentati, è verosimile che il valore determinato ai sensi dell'art. 2437-ter, comma 3, c.c., scontando prezzi risalenti « bassi », sia decisamente inferiore al

scioglimento della società ai sensi dell'art. 2437-bis, ultimo comma, c.c., termine indicato nel grafico al punto « E ». Gli amministratori si potrebbero così ritenere tenuti a predisporre i documenti attinenti l'offerta di opzione, che tuttavia potrebbe non dover mai avvenire, qualora si optasse per le richiamate alternative. In ogni caso, di là dall'analisi dei dettagli applicativi, emerge chiaramente dal grafico che il procedimento di recesso è lungo e complesso. Se nell'ipotesi « ottimistica » (dal punto di vista dell'interesse del socio a ricevere prontamente il rimborso) nella quale la delibera sia rapidamente iscritta nel registro delle imprese, non vi siano contestazioni sul valore, la società opti immediatamente (dopo il momento « D ») per la liquidazione delle partecipazioni e i soci restanti esercitino interamente l'opzione i tempi del recesso si ridurrebbero a poche settimane, in presenza di divergenze tra società e soci recedenti — ipotesi verosimile nella maggior parte dei casi — la liquidazione delle azioni avverrà a distanza di almeno alcuni mesi dalla delibera che ha legittimato l'*exit*. Sebbene il legislatore abbia cercato di prevedere un termine massimo (i centottanta giorni dalla « comunicazione del recesso » previsti dall'art. 2437-quater c.c.), in presenza di contenzioso o di necessità di ridurre il capitale sociale tale termine potrebbe essere ampiamente superato.

⁽³¹⁵⁾ Sia consentito rinviare ai commentatori che hanno affrontato questa disposizione: M. CALLEGARI (nt. 3), 1430 ss.; S. CARMIGNANI (nt. 3), 902 ss.; A. PACIELLO, *Commento* (nt. 3), 1134 ss.; M. STELLA RICHTER (nt. 3), 412 s.

⁽³¹⁶⁾ Cfr. *supra*, par 18.

prezzo di mercato corrente. In questa situazione — rara in quanto il recesso non conviene rispetto alla cessione delle azioni sul mercato, ma non impossibile⁽³¹⁷⁾ — vi sarebbe una pressoché integrale adesione all'offerta in opzione, che però determinerebbe un rilevante problema applicativo: la divisione proporzionale delle azioni.

Il recesso potrebbe, infatti, riguardare un numero limitato di azioni (essendo queste liquidate a un prezzo inferiore a quello attuale di mercato), comunque non calcolato in base all'esigenza di facilitare il riparto tra i soci esistenti. Se in ragione del criterio di determinazione del valore di liquidazione delle azioni, l'acquisto delle azioni da parte dei soci recedenti risultasse vantaggioso, l'offerta prevista dal comma 1 dell'art. 2437-*quater* c.c. riceverebbe massicce adesioni da un ampio numero di azionisti titolari di partecipazioni anche molto eterogenee in termini percentuali. Potrebbe così essere impossibile procedere a un riparto proporzionale delle azioni tra chi abbia esercitato l'opzione prevista dalla legge, circostanza che la disciplina codicistica non prende in considerazione e che può porre un delicato problema agli amministratori⁽³¹⁸⁾. Un analogo problema potrebbe riguardare l'esercizio della prelazione, qualora il numero esiguo di azioni residue non consenta di attribuire titoli ai soci che abbiano esercitato l'opzione. In tali frangenti, a fronte dell'impossibilità di assegnare le azioni in ragione dell'esercizio dell'opzione, si dovrebbe probabilmente « passare » alla modalità di collocamento successiva tra quelle previste dall'art. 2437-*quater* c.c. (offerta a terzi).

Sebbene simili problemi potrebbero ricorrere anche in caso di aumento di capitale sociale a pagamento, posto che la procedura di collocamento delle azioni dei recedenti ricorda da vicino quella prevista dall'art. 2441 c.c., nel caso che occupa la circostanza che il quantitativo di azioni

⁽³¹⁷⁾ Basti pensare all'ipotesi nella quale la partecipazione del socio recedente, pur di minoranza, abbia una consistenza tale da consentire di ritenere che la sua cessione non sia possibile (quantomeno a condizioni convenienti) « ai blocchi » e che non si possa effettuare in un'unica giornata di negoziazioni, ma richieda più interventi dilazionati nel tempo che tuttavia determinerebbero una discesa del prezzo di mercato che pregiudicherebbe lo stesso cedente rispetto alla liquidazione al valore di recesso, sebbene più basso del prezzo marginale.

⁽³¹⁸⁾ Si pensi, a titolo di esempio, all'ipotesi che il recesso venga esercitato per un numero di azioni pari a dieci, ma quindici azionisti titolari di partecipazioni sostanzialmente identiche ricorrano all'opzione: in tale situazione — facilmente estensibile a casi più complessi e maggiormente realistici — potrebbe risultare impossibile assegnare almeno un'azione ai singoli soci o, comunque, si formerebbero (per così dire) significativi « resti », ossia diritti d'opzione non utilmente esercitabili. La questione merita attenzione anche in quanto sarà ripresa tra breve con riferimento alla possibilità di cedere, separatamente dalle azioni, i diritti d'opzione previsti dall'art. 2437-*quater* c.c.

offerte e le proporzioni con le azioni in circolazione non sono determinate razionalmente al fine di favorire il buon esito dell'operazione, bensì frutto di scelte individuali dei singoli azionisti, potrebbe rendere più frequente il verificarsi della situazione descritta. Un'esplicita indicazione del legislatore circa le regole che potrebbero o dovrebbero essere seguite in questo caso sarebbe (stata) decisamente opportuna, anche per evitare incertezze sul procedimento di liquidazione che potrebbero pregiudicare tutte le parti coinvolte ⁽³¹⁹⁾.

Occorre inoltre interrogarsi sui soggetti ai quali è consentito l'esercizio del diritto d'opzione. La legge si limita a precisare che «*le azioni del socio recedente*» sono offerte «*agli altri soci in proporzione al numero di azioni possedute*». Una prima questione è, quindi, quando occorre essere soci per esercitare il diritto. Sulla scorta del tenore letterale del comma 1 dell'art. 2437-*quater* c.c., parrebbe che si tratti dei soci (legittimati all'esercizio dei diritti sociali secondo le regole di circolazione dei titoli di credito nominativi, fermo restando che il nuovo art. 2355 c.c. consente l'esercizio di tali diritti al possessore in base a una serie continua di girate) al momento dell'esercizio dell'opzione, anche se essi hanno acquistato le azioni e ottenuto la legittimazione nel corso dei trenta giorni nei quali l'offerta deve rimanere «*aperta*». La risposta potrebbe tuttavia essere differente per le azioni quotate. In questo caso, infatti, ben note esigenze tecniche attinenti alla necessità di negoziare strumenti finanziari omogenei richiedono di individuare una data fissa, oltre la quale le azioni non incorporino più il diritto d'opzione: individuare, cioè, il giorno ultimo prima del quale le azioni sono — come si dice nel gergo borsistico — negoziate «*cum*» diritto d'opzione, e dopo il quale la negoziazione avviene «*ex*» diritto. Anche in analogia con la disciplina dell'aumento di capitale sociale a pagamento, questo momento potrebbe coincidere con l'apertura del periodo di offerta in opzione ai sensi dell'art. 2437-*quater*, comma 1, c.c., ovviamente fermo restando che l'effettivo esercizio

⁽³¹⁹⁾ Con riferimento alle società quotate, anticipando implicitamente queste (ed altre) difficoltà discendenti dal particolare sistema di collocamento delle azioni dei soci che esercitano il recesso, si è avuto occasione di osservare, durante la fase di elaborazione del testo del futuro d.lgs. 6/2003, che rispetto alle modalità di liquidazione previste dalla legge si sarebbe potuto più opportunamente prevedere «*a imitazione di quanto avviene per i diritti di opzione non esercitati (art. 2441, comma 3), l'offerta di tali azioni nel mercato regolamentato di riferimento*» (*Osservazioni di Borsa Italiana s.p.a.* (nt. 44), 1579); in senso analogo le *Osservazioni dell'Istituto di diritto Angelo Sraffa della Università Bocconi di Milano* (nt. 54), 1535, secondo le quali «*[p]er le società quotate sarebbe opportuno prevedere l'offerta in borsa per quanto non assorbito dagli altri soci*».

dell'opzione potrebbe avvenire nel corso del periodo nel quale l'offerta è aperta.

Ci si potrebbe inoltre chiedere se tra i legittimati all'acquisto in opzione rientri anche il socio che abbia esercitato solo parzialmente il diritto di recesso, per le azioni delle quali ha conservato la titolarità. Un siffatto comportamento, apparentemente contraddittorio (il socio recede parzialmente per poi acquistare in opzione, proporzionalmente, azioni dei soci receduti), non è impossibile, e potrebbe essere supportato da validi e legittimi motivi economici. Sebbene l'art. 2437-*quater* c.c. paia testualmente attribuire il diritto di opzione sulle azioni dei recedenti agli «*altri*» soci, non si ritiene che da un indice interpretativo così debole si possa far discendere il divieto, per coloro i quali hanno esercitato solo parzialmente l'*exit*, di «cambiare idea» e partecipare all'offerta in opzione, posto che per le restanti azioni essi sono soci a tutti gli effetti e godono pienamente dei diritti sociali ⁽³²⁰⁾.

Una seconda, delicata, questione è se i diritti d'opzione dei soci legittimati ad acquistare le azioni dei recedenti possano essere oggetto di cessione a terzi: se cioè, analogamente a quanto accade in ipotesi di aumento di capitale sociale a pagamento, il diritto d'opzione possa essere, per volontà del socio che ne è titolare, «staccato» dalle azioni e ceduto separatamente da esse. Il tenore letterale della disposizione non aiuta a risolvere la questione. Tanto il comma 1, disciplinando l'offerta in opzione, quanto il terzo, relativo alla possibilità di «*[c]oloro che esercitano il diritto di opzione*» di acquistare in prelazione le azioni non quotate, utilizzando la stessa terminologia dell'art. 2441 c.c., paiono compatibili con la soluzione affermativa. D'altro lato, il comma 4, regolando l'offerta da parte degli amministratori a terzi, prevede che essa è necessaria quando «*i soci non acquistino in tutto o in parte le azioni del recedente*». Il riferimento ai soli «soci» contenuto in quest'ultima norma potrebbe suggerire che l'esercizio del diritto d'opzione (e dell'eventuale prelazione condizionata all'opzione), riguardi *unicamente* gli azionisti.

Questa soluzione, basata invero su uno spunto testuale non particolarmente solido, non sarebbe tuttavia compatibile con ben più rilevanti questioni di ordine sostanziale. Si deve, infatti, ricordare che la procedura di

⁽³²⁰⁾ È appena il caso di osservare, a questo proposito, che nel caso di azioni detenute da un unico soggetto in conti separati accesi presso intermediari diversi, potrebbe risultare praticamente molto difficile, se non impossibile, impedire a chi è receduto solo con riferimento alle azioni depositate su uno di tali conti, l'esercizio dell'opzione per le azioni relative all'altro conto.

collocamento delle azioni dei soci recedenti prevista dall'art. 2437-*quater* c.c. è ispirata a due esigenze. La prima e preminente è quella di favorire l'acquisto delle azioni da soggetti diversi dalla società, di modo da rendere più remoto il ricorso all'acquisto di azioni proprie o alla riduzione del capitale sociale, per ragioni attinenti la tutela della società e dei terzi. La seconda esigenza che il procedimento di liquidazione intende soddisfare è quella di consentire a tutti i soci la possibilità di acquistare le azioni oggetto del recesso.

Si ipotizzi che un socio non intenda (o non possa, per ragioni finanziarie ovvero in quanto non possiede un sufficiente numero di azioni) esercitare il diritto d'opzione⁽³²¹⁾. Impedendogli di cedere tale diritto, sarebbe ostacolato — o quantomeno ritardato — l'integrale collocamento delle azioni dei recedenti. È, infatti, vero che chi esercita il diritto d'opzione potrebbe contestualmente dichiarare la propria intenzione di acquistare in prelazione le azioni non optate, ma si tratta di una mera eventualità, che potrebbe non verificarsi. Vietando la libera circolazione dei diritti di opzione si aumenterebbe quindi la probabilità che gli amministratori debbano ricorrere all'offerta a terzi prevista dal comma 4 della norma in commento, che in primo luogo potrebbe dilazionare il momento dell'effettivo rimborso delle azioni, a scapito dei recedenti. In secondo luogo, la circolazione dei diritti d'opzione favorisce l'acquisto, da parte degli investitori interessati, di diritti sufficienti per ottenere un numero intero di azioni, agevolando così il buon esito dell'offerta ai soci anche a vantaggio dei terzi e della società.

Pare quindi preferibile ritenere che i diritti d'opzione possano, a scelta del socio, essere ceduti. Se si condivide questa interpretazione, occorre allora chiedersi se un eventuale terzo, che acquisti il diritto d'opzione e lo eserciti, possa accedere anche alla prelazione sulle azioni inoptate, ovvero

(321) Si immagini la seguente situazione semplificata: il recesso è esercitato per un numero di azioni pari a 100 e l'opzione è esercitata da tre azionisti, A, B e C, dei quali A detiene 8.000 azioni, B 1.980 e C 20. Le percentuali di azioni spettanti a ciascun socio saranno pari, rispettivamente, a 80%, 19,8% e 0,2%, con la conseguenza che a C non sarebbe attribuita nemmeno un'azione. B potrebbe tuttavia essere interessato ad acquistare il diritto d'opzione di C, se questo fosse cedibile, potendo così giungere ad un numero « rotondo » di azioni, ossia a 20 azioni. Se si nega la possibilità di C di monetizzare il diritto d'opzione, esso resterebbe non esercitabile. Anche qualora A e B dichiarassero la propria intenzione di procedere alla prelazione sull'inoptato, non potendo dividersi l'unica azione rimasta, essa dovrebbe essere offerta a terzi (e, tra i terzi, potrebbero esservi gli stessi A e B). Pare tuttavia meglio rispondere alle esigenze del procedimento e delle parti coinvolte, consentire la negoziazione dei diritti d'opzione, che facilita il rapido collocamento delle azioni e consente a ciascun socio di vedersi riconosciuto il valore del diritto d'opzione.

se tale diritto sia riservato esclusivamente ai soci che esercitano l'opzione. La prima soluzione appare ancora una volta preferibile, sia in ragione del tenore della norma, sia in analogia alla disciplina dell'opzione nell'aumento di capitale ai sensi dell'art. 2441 c.c. Essa garantisce infatti ai soci non solo la possibilità di mantenere inalterata la propria partecipazione in società, ma anche di accrescerla acquistando *pro-quota* le azioni dei recedenti, senza tuttavia impedire agli azionisti di monetizzare immediatamente il proprio diritto d'opzione (ove ciò sia economicamente possibile), facilitando così il rapido esito del procedimento a favore di tutte le parti coinvolte. Si tratta, come a questo punto risulterà evidente, di estendere al recesso la soluzione ammessa per l'aumento di capitale a pagamento: poiché nel caso in esame i vecchi soci non rischiano la diluizione della misura e del valore delle proprie partecipazioni, come invece in ipotesi di aumento di capitale, e considerato che nel caso di emissione di nuove azioni è consentita la cessione dei diritti d'opzione a terzi, tale più liberale soluzione sembra a maggior ragione giustificata per il collocamento delle azioni dei soci receduti.

L'ulteriore previsione secondo la quale gli amministratori possono collocare presso terzi le azioni non acquistate (comma 4 dell'art. 2437-*quater* c.c.), ha la finalità di consentire un ulteriore, estremo, tentativo di cessione delle azioni dei recedenti, al fine di evitare l'acquisto di azioni proprie da parte dell'emittente o la riduzione del capitale sociale. Non sembra possibile trarre, dal riferimento ai « terzi » contenuto in questa disposizione, il divieto, nella precedente fase di collocamento delle azioni dei recedenti, dei soci di cedere i propri diritti d'opzione, e dei soggetti che eventualmente li acquistino ed esercitino di accedere alla prelazione sulle azioni inoptate.

L'ammissibilità della cessione dei diritti d'opzione pone, nelle società quotate, un delicato problema in merito alla loro negoziabilità in borsa. Le caratteristiche dell'operazione potrebbero infatti indurre il gestore dei mercati regolamentati ad escludere tale possibilità, con la conseguenza che la relativa offerta dovrà essere effettuata « fuori borsa ». Per comprendere le ragioni di tale affermazione, si deve ricordare che la prassi operativa di Borsa Italiana s.p.a. è orientata nel senso di non consentire la negoziazione sul mercato di diritti d'opzione il cui esercizio potrebbe risultare precluso, ad esempio per la mancata realizzazione dell'operazione che ne rappresenta il presupposto. Un esempio è rappresentato dagli aumenti di capitale sociale cosiddetti « inscindibili », nei quali, poiché la mancata integrale sottoscrizione delle azioni inciderebbe sull'emissione delle azioni, non è solitamente consentita la negoziazione in borsa dei diritti d'opzione a meno

che, come i pochi casi che si possono ricordare indicano, sia stata prevista la garanzia di sottoscrizione delle azioni non collocate da parte degli intermediari⁽³²²⁾. La non integrale sottoscrizione dell'aumento è a queste condizioni sostanzialmente impossibile, con la conseguenza che la natura inscindibile dell'aumento non incide sulla possibilità di esercitare effettivamente i diritti d'opzione.

Nei casi di eventi societari che legittimano il recesso, la possibile revoca della delibera di recesso o, comunque, il mancato perfezionamento di operazioni a formazione progressiva, potrebbero impedire l'esercizio dei diritti d'opzione ai sensi dell'art. 2437-*quater* c.c. Si ricorda, a questo proposito, che già in passato operazioni societarie la cui convenienza avrebbe potuto essere alterata da un consistente ricorso al recesso, sono state condizionate dall'emittente alla circostanza che l'esercizio del diritto non superasse determinate soglie quantitative⁽³²³⁾. In questi casi il gestore dei mercati regolamentati potrebbe non consentire la negoziazione in borsa dei diritti d'opzione che potrebbero risultare non esercitabili, circostanza della quale occorrerà tenere conto nel progettare operazioni che possono condurre al recesso di un consistente numero di azionisti⁽³²⁴⁾.

⁽³²²⁾ Si veda l'aumento di capitale sociale, con relativa offerta in opzione ai soci, della società — quotata sul Nuovo Mercato — e-Planet s.p.a., il cui prospetto è stato depositato in Consob il 26 ottobre 2001, al n. 5819.

⁽³²³⁾ A titolo di esempio si può citare la fusione per incorporazione della Biosearch Italia S.p.A., società di diritto italiano quotata sul mercato azionario italiano, nella Versicor Inc., società di diritto statunitense. Il progetto di fusione, approvato dai consigli di amministrazione delle due società in data 30 luglio 2002, esplicitamente condizionava il perfezionamento dell'operazione — dunque l'iscrizione dell'atto di fusione — alla circostanza che il controvalore complessivo delle azioni per le quali si esercitava il recesso fosse inferiore a 25 milioni di dollari (v. <http://it.biz.yahoo.com/021223/90/22i82.html>, ultima visita 5 marzo 2005).

⁽³²⁴⁾ Si noti peraltro che, nel caso in cui il numero delle azioni per le quali il recesso è stato esercitato sia limitato a fronte di quello delle azioni in circolazione, il valore del diritto d'opzione potrebbe facilmente risultare infinitesimale. Come noto, il valore di un diritto d'opzione è dato dalla differenza tra il prezzo dello strumento finanziario sottostante che esso dà il diritto di acquistare (o sottoscrivere) e il prezzo che occorre pagare per acquistare il diritto, ovviamente diviso per il numero di diritti che occorre acquistare per poter ottenere almeno uno strumento sottostante. Nel caso considerato, il primo prezzo è rappresentato dalla quotazione dell'azione nel momento in cui si esercita il diritto d'opzione (variabile), il secondo dal valore di liquidazione delle azioni del socio recedente determinato in applicazione dell'art. 2437-*ter* c.c. (fisso), diviso per il numero di azioni (o diritti) che occorre detenere per avere almeno un'azione dei soci recedenti. Si può facilmente immaginare una situazione nella quale pochi azionisti esercitino il recesso, proprio in quanto il valore delle azioni ai fini del recesso risulta inferiore al loro prezzo di mercato. In questo caso il rapporto tra azioni in circolazione e azioni per le quali il recesso è esercitato potrebbe essere molto elevato: i pochi casi che sino ad ora si sono verificati, nel vigore della nuova disciplina, indicano che non è irrealistico atten-

Si deve inoltre osservare che l'offerta in opzione ai soci non recedenti, nelle società quotate o ad azionariato diffuso, potrebbe imporre l'applicazione della disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio ai sensi dell'art. 94 ss. del T.U.F., con le conseguenze che ne discendono in termini di tempi e costi del procedimento⁽³²⁵⁾.

Occorre infine spendere qualche parola sugli effetti contabili della riduzione del capitale sociale, qualora tale operazione risulti necessaria, essendo stati inutilmente esperiti i precedenti tentativi di collocamento delle azioni⁽³²⁶⁾. Alla luce dei nuovi criteri di liquidazione delle azioni, che in particolare nelle società non quotate condurranno più frequentemente che in passato alla determinazione di un valore superiore al valore nominale, la somma da rimborsare all'azionista potrebbe facilmente eccedere il valore contabile della frazione di capitale sociale e anche di patrimonio netto corrispondente alla percentuale di azioni per le quali il recesso è stato esercitato.

Come infatti è stato osservato già nel vigore della precedente disciplina, « [s]e la somma da liquidare (*omissis*) è superiore al valore nominale delle azioni (*omissis*), può accadere che la somma stessa, oltre a provocare la riduzione del capitale per il valore nominale delle azioni da annullare,

dersi situazioni nelle quali occorre disporre di almeno mille azioni per poterne acquistare almeno una. Si ipotizzi, inoltre, che il valore ai fini del recesso sia pari a 6 euro e che il prezzo corrente al momento dell'esercizio del diritto d'opzione sia pari a 6,5 euro. In questo caso il valore del singolo diritto d'opzione collegato ad un'azione sarebbe pari a $(6,5-6)/1.000$, ossia a 0,0005 euro. Sebbene si tratti di un fenomeno che interessa anche i diritti d'opzione relativi a un aumento di capitale sociale a pagamento, la circostanza che nel caso della disciplina del recesso il fenomeno sia tanto estremo e il valore del singolo diritto molto piccolo, potrebbe incidere sulla negoziabilità del diritto.

⁽³²⁵⁾ F. ANNUNZIATA (nt. 3), 120 s.

⁽³²⁶⁾ Si è scritto, in merito agli effetti dell'opposizione, che « pendenti i termini per proporre l'opposizione, la società non può attuare né l'operazione sul capitale, né la delibera che legittima il recesso, poiché, a parere di chi scrive, entrambe sarebbero paralizzate dall'eventuale vittoria dei creditori » (M. CALLEGARI (nt. 3), 1435). Si concorda che non possa essere attuata la riduzione di capitale per effetto del disposto del comma 1 dell'art. 2445 c.c., mentre qualche dubbio si può sollevare sul divieto di porre in essere l'operazione (la modifica statutaria) che legittima il recesso. L'opposizione dei creditori, infatti, *non* ha ad oggetto tale operazione, bensì semplicemente le modalità di rimborso delle partecipazioni sociali. Fermo restando che il socio recedente avrà comunque diritto alla liquidazione delle azioni, eventualmente a seguito dello scioglimento causato dall'opposizione dei creditori, non si vede per quale ragione impedire alla società, in attesa di una soluzione in merito all'opposizione, di attuare il proprio programma — che ad esempio implica una modifica dell'oggetto sociale. Da un punto di vista economico, peraltro, si noti che in alcuni casi solo consentendo alla società di attuare l'operazione programmata è possibile evitare lo scioglimento, in quanto essa potrebbe essere funzionale ad una ristrutturazione del debito che consentirebbe la prestazione di idonea garanzia ai sensi dell'ultimo comma dell'art. 2445 c.c.

assorba le riserve di bilancio e incida sul capitale sociale residuo, causando una perdita dello stesso, che deve essere trattata alla stregua di qualsiasi altra perdita di capitale» (327).

Si può invero discutere se tale perdita debba direttamente incidere sul capitale, ovvero « transitare » per il conto economico, con la conseguenza che — a fine esercizio — inciderà sul capitale sociale solo nel caso in cui non sia stata compensata dall'eventuale utile d'esercizio: in questo secondo senso sono orientati i principi contabili elaborati dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti (328). La voce dello schema di bilancio interessata potrebbe essere la E21, dedicata ad oneri di natura straordinaria, potendosi assimilare la « perdita da recesso » a un evento non ripetibile ed eccezionale (329) (330).

(327) R. NOBILI-M.S. SPOLIDORO (nt. 118), 443.

(328) S. MASTURZI (nt. 3), 150. Così infatti prevede il documento dedicato a *Il patrimonio netto nella legislazione civilistica e fiscale*, che afferma esplicitamente che in caso di recesso è necessaria « la riduzione del capitale per importo corrispondente alla quota posseduta dal socio uscente », aggiungendo che « [i]n caso di rimborso superiore al valore nominale la differenza deve gravare sulle riserve disponibili », ma puntualizzando (nota 13) che « [s]e le riserve sono insufficienti la differenza grava sul conto economico ».

(329) G.E. COLOMBO (nt. 163), 121 ss. È peraltro il caso di osservare che, in previsione di modifiche statutarie che potrebbero comportare il recesso di alcuni soci, in particolare laddove è possibile anticipare che la liquidazione della partecipazione inciderebbe sulla consistenza del capitale sociale, gli amministratori potrebbero decidere di accantonare, negli esercizi precedenti, un apposito fondo rischi ed oneri, operazione che ai sensi dell'art. 2424-bis, comma 3, c.c., è ammissibile solo per « coprire perdite o debiti di natura determinata, di esistenza certa o probabile, dei quali tuttavia alla chiusura dell'esercizio sono indeterminati o l'ammontare o la data di sopravvenienza ». Un simile accorgimento contabile sarà peraltro possibile anche nel caso in cui la delibera legittimante il recesso sia stata assunta pochi giorni prima della chiusura dell'esercizio, con la conseguenza che alla data di riferimento del bilancio, non essendo scaduto il termine per l'esercizio del diritto, non era ancora certo il numero dei soci recedenti, né l'ammontare delle partecipazioni per le quali si sarebbe esercitato il recesso.

(330) Non si può, peraltro, escludere che la liquidazione delle azioni dei soci che recedono debba avvenire per somma inferiore al loro valore nominale (predeterminato dallo statuto o determinato dividendo la cifra del capitale per il numero delle azioni in caso di mancata indicazione dello stesso). Sebbene per ovvie ragioni tale eventualità sia rara, in quanto il bilancio dovrebbe, in ossequio al principio di prudenza, riflettere eventuali minusvalenze latenti che, ad esempio, potrebbero imporre una svalutazione ai sensi dell'art. 2426, comma 1, numero 3), c.c., essa si può nondimeno verificare nel caso in cui il procedimento di valutazione ex art. 2437-ter c.c. imponga di attribuire rilievo ad elementi che non hanno ancora avuto contropartita contabile (quali, ad esempio, prezzi di mercato che riflettono aspettative negative sull'evoluzione dell'attività sociale). Un altro esempio potrebbe riguardare l'applicazione di criteri di valutazione statuari delle azioni del recedente, in ipotesi previsti per fattispecie di recesso derogabili: non si può escludere che le azioni non vengano acquistate né dai soci esistenti, né da terzi, e che la società non disponga di utili o riserve disponibili per procedere all'acquisto delle proprie azioni. Sarebbe così necessario ridurre il capitale sociale: l'ammon-

Un'ultima notazione: la liquidazione della quota del socio uscente dalla società rappresenta un debito *di valuta* soggetto al principio nominalistico,

tare delle azioni da annullare, tuttavia, in questo particolare caso supererebbe la somma liquidabile all'azionista recedente. Secondo il principio contabile del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti richiamato nel testo e dedicato al patrimonio netto (nota 13), « [n]ell'ipotesi in cui il corrispettivo del recesso sia inferiore al valore nominale la differenza verrà accreditata alle perdite a nuovo o a riserva ». Un esempio può contribuire a chiarire la questione. S'immagini uno stato patrimoniale così composto:

X s.p.a.			
attività	200	100	passività
		100	capitale sociale

Si ipotizzi che il socio A, titolare di una partecipazione pari a un quinto del capitale sociale — il cui valore nominale sia dunque pari a 20 — receda, e che in applicazione dell'art. 2437-ter c.c., per le ragioni indicate precedentemente, gli spetti un « corrispettivo » pari a 10. L'effetto del mero recesso, dunque, sarebbe il seguente:

X s.p.a.			
attività	190	100	passività
		80	capitale sociale

Infatti, pur essendosi il capitale ridotto di una cifra pari al valore nominale delle azioni annullate per effetto del recesso, la somma liquidata al socio (e quindi, in ipotesi, uscita dalla « cassa » della società) è pari *solo* a dieci. La rappresentazione contabile dell'operazione richiede allora l'indicazione di una riserva di patrimonio netto che ha, in qualche misura, significato analogo ma speculare rispetto ad una riserva sovrapprezzo (infatti, ad esempio, nel caso della riserva sovrapprezzo il socio conferisce 20 ma il capitale aumenta solo di 10, mentre nell'ipotesi qui trattata il capitale si riduce di 20, ma il socio si vede liquidare solo 10). A seguito del recesso, quindi, lo stato patrimoniale di X potrebbe dover mutare nel modo seguente:

X s.p.a.			
attività	190	100	passività
		80	capitale sociale
		10	riserva « recesso »

e non di valore, essendo l'obbligazione della società rappresentata dal pagamento di una somma di denaro⁽³³¹⁾. Ne consegue che la cifra spettante all'azionista dovrà essere determinata con riferimento al momento al quale la valutazione delle azioni è riferita, secondo i principi discussi in precedenza⁽³³²⁾, ed eventualmente rivalutata per tenere conto dell'oscillazione del valore della moneta nel tempo.

26. L'obiettivo dell'analisi svolta è stato indicato, sin dall'introduzione di questa ricerca, nella volontà di contribuire alla definizione di un quadro di riferimento dei diversi criteri di valutazione delle azioni previsti dal legislatore in occasione di particolari eventi societari. Come già ricordato, infatti, non solo in ipotesi di recesso del socio, bensì anche di emissione di nuove azioni e di offerte pubbliche d'acquisto obbligatorie il legislatore si fa espressamente carico di fissare un metodo, più o meno puntuale e rigido, per la determinazione del prezzo o del valore delle azioni. In altri casi, pur non essendo esplicitamente stabilita una « formula » per la determinazione del valore delle azioni, tale problema è risolto indirettamente prevedendo l'intervento di un esperto o di un'autorità indipendente ai quali la legge affida la determinazione — individuando un valore o semplicemente attestando la congruità di una valutazione degli amministratori — del « *fair value* » delle azioni (congruità del rapporto di cambio⁽³³³⁾, determinazione del valore delle azioni in caso di conferimento, prezzo dell'offerta pubblica d'acquisto residuale ai sensi dell'art. 108 T.U.F., e del diritto d'acquisto ai sensi dell'art. 111 T.U.F., e così via).

Nonostante l'eterogeneità degli istituti citati, in tutti questi casi la legge prevede, pur con tecniche normative differenti, un criterio o regole procedurali per la valorizzazione delle azioni. Non sfugge la circostanza che, senza nascondere le profonde ed evidenti differenze tra le materie richiamate, esse presentano importanti punti di contatto, quantomeno dal punto di vista della funzione economica. Si potrebbe, infatti, osservare che in alcuni casi (recesso e offerte pubbliche d'acquisto) i criteri legali per la deter-

⁽³³¹⁾ Lo ricorda G. PRESTI (nt. 3), 116 s., su tale distinzione, in generale, si v. C.M. BIANCA, *Diritto civile. 4. L'obbligazione*, Giuffrè, Milano, 1993, 149 ss., a 155; in giurisprudenza si v., ad esempio, Cass., 6 maggio 1987, n. 4184, in *Società*, 1987, 807 ss.; Cass., 20 luglio 1967, n. 1880, in *Giust. civ.*, 1968, I, 714 ss.

⁽³³²⁾ Cfr. par. 16.

⁽³³³⁾ L.A. BIANCHI (nt. 6), 230 ss., che — come precedentemente ricordato (nota 6) — mette in luce le relazioni esistenti tra criteri legali di valutazione delle azioni in caso di recesso e valutazioni d'azienda ai fini della fusione, traendo dai primi spunti interpretativi per la soluzione di alcuni problemi attinenti la determinazione del rapporto di cambio.

minazione del valore o prezzo delle azioni mirano a consentire agli azionisti, verosimilmente di minoranza, di disinvestire dalla società a condizioni «eque», contemperando la possibilità di «exit» dell'investitore con ulteriori esigenze del sistema (conservazione della stabilità patrimoniale della società e tutela dei creditori nel caso del recesso, sviluppo del mercato del controllo societario nel caso dell'offerta pubblica). Dall'altro lato le regole, più o meno puntuali, per la determinazione del prezzo di emissione in caso di esclusione del diritto di opzione e per il calcolo del rapporto di cambio, sono ispirate alla comune esigenza di coniugare la tutela della posizione dei vecchi soci con l'apertura della compagine sociale a nuovi investitori.

Le diverse regole previste dalla legge per la valutazione delle azioni rispondono in modo adeguato ed efficiente alle finalità, distinte eppure connesse, che le ispirano? La «stratificazione» normativa di criteri di valorizzazione delle partecipazioni sociali degli ultimi anni è guidata da un disegno unitario ancorato a solidi presupposti economici?

La risposta a queste domande non può che venire da un puntuale studio di ciascuno di essi, e le pagine che precedono hanno cercato di fornire un contributo in questo senso con specifico riferimento al diritto di recesso nelle società per azioni. Per completare l'analisi con alcune considerazioni sulle possibili interazioni tra i diversi criteri legali di valutazione delle azioni, occorre tuttavia spendere qualche parola su uno dei casi che appare maggiormente rilevante, ossia il rapporto tra disciplina del recesso e delle offerte pubbliche d'acquisto obbligatorie.

Tra le finalità e la disciplina del recesso e dell'offerta obbligatoria sussistono, ovviamente, differenze ma anche finalità comuni: come sopra osservato, infatti, in entrambi i casi il legislatore intende assicurare, agli azionisti di minoranza, una ragionevole via d'uscita dalla società a fronte di profonde modificazioni delle condizioni dell'investimento. Nel caso dell'offerta obbligatoria, l'art. 106 T.U.F. consente ai soci di alienare le proprie azioni ad un prezzo equo, beneficiando almeno in parte dell'eventuale premio di controllo pagato dal nuovo azionista di riferimento⁽³³⁴⁾; nel caso del re-

⁽³³⁴⁾ L'art. 106 T.U.F. dispone, come noto, che il prezzo al quale deve essere effettuata un'offerta pubblica successiva totalitaria a seguito dell'acquisto, a titolo oneroso, di una partecipazione superiore al trenta per cento in una società con azioni quotate, deve essere almeno pari alla media aritmetica tra il prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi e il più elevato prezzo pagato, nello stesso periodo di tempo, dall'offerente per acquisti di azioni ordinarie. Non è in questa sede possibile nemmeno sintetizzare la relativa disciplina, sulla quale si rinvia, nella vasta letteratura disponibile, almeno a F. CANNELLA (nt. 9), 324 ss. e a R. WEIGMANN, *Commento art. 106*, in G.F. CAMPOBASSO (a cura di), *Il testo unico della finanza*, vol. 2, *Emittenti*, 909 ss.

cesso, invece, è garantita al socio la possibilità di disinvestire a condizioni *fair* a fronte di modifiche statutarie di particolare rilievo o altri fatti che incidono in modo significativo sulla struttura o sull'attività della società o sui rapporti tra soci ⁽³³⁵⁾.

Se, dunque, sussiste una certa contiguità teleologica tra i due istituti, parrebbe legittimo attendersi che le regole utilizzate per la determinazione del valore delle azioni, pur non identiche, riflettano una comune impostazione concettuale. Raffrontano i criteri di determinazione del prezzo al quale deve essere lanciata l'offerta successiva totalitaria e quello di valutazione delle azioni quotate in caso di recesso, questa attesa non viene tuttavia rispettata. Vi sono infatti, tra i due criteri, molteplici differenze, non tutte pienamente comprensibili.

Infatti, mentre la circostanza che per la determinazione del prezzo dell'offerta obbligatoria occorra calcolare una media tra i corsi azionari di mercato e i più elevati prezzi pagati dall'offerente per l'acquisto delle azioni corrisponde al fine di assicurare la distribuzione almeno parziale del premio di controllo tra gli azionisti oblati, meno facilmente giustificabili appaiono le differenze attinenti al periodo sul quale deve essere calcolata la media (dodici mesi nel caso dell'art. 106 T.U.F., sei nel caso dell'art. 2437-ter c.c.), alle configurazioni di prezzo utilizzate per il calcolo della media (prezzi medi nel caso dell'art. 106 T.U.F., prezzi di chiusura nel caso dell'art. 2437-ter c.c.), nonché ai criteri di ponderazione impiegati (media ponderata sui volumi nel caso dell'art. 106 T.U.F., media aritmetica nel caso dell'art. 2437-ter c.c.). Pare difficile ravvisare la *ratio* a sostegno di queste divergenze: in particolare la discrasia in merito all'orizzonte temporale di calcolo della media, addirittura doppio nel caso dell'art. 106 T.U.F., potrebbe condurre a valutazioni delle azioni quotate ai fini dell'offerta obbligatoria e del recesso divergenti.

Non si tratta, com'è evidente, di una questione « solo » teorico-sistemica: in molti casi pratici si potrebbe infatti verificare un'alternativa tra adesione ad un'offerta pubblica e recesso da parte del socio di minoranza ⁽³³⁶⁾.

⁽³³⁵⁾ A conferma della natura « alternativa » di recesso e offerta pubblica ai fini di tutelare i soci di minoranza, non a caso l'art. 2497-*quater*, comma 1, lett. c), c.c., esclude il recesso in caso di inizio o fine della soggezione a direzione e coordinamento se viene « *promossa un'offerta pubblica d'acquisto* ». Un parallelo tra alcuni aspetti attinenti la disciplina del recesso e dell'offerta successiva totalitaria è svolto da A. DENTAMARO (nt. 3), 451 s., ove si menzionano sinteticamente anche i differenti criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso e di determinazione del prezzo dell'offerta ai sensi dell'art. 106 T.U.F. (452).

⁽³³⁶⁾ Si deve peraltro ricordare che, in un recente e innovativo studio (P.G. MAHONEY-M.I. WEINSTEIN, *The Appraisal Remedy and Merger Premiums*, (April 1999), USC Law School,

Si pensi, ad esempio, al caso in cui la società A lanci un'offerta obbligatoria successiva totalitaria sulle azioni della società quotata B, con l'obiettivo dichiarato di procedere ad una fusione per incorporazione di B in A una volta ottenuto il controllo. Qualora la fusione comporti anche una modificazione dello statuto di B che legittimi il recesso (ad esempio, modifica dell'oggetto sociale), i soci di B — almeno in linea di principio — potrebbero scegliere tra aderire all'offerta *ex art.* 106 T.U.F., lanciata al prezzo determinato in base alle regole previste da tale norma e l'alternativa, certamente meno certa ma possibile, di tenere le azioni, non concorrere all'approvazione della delibera di fusione e, quindi, esercitare il diritto di recesso vedendosi liquidare le azioni al valore determinato ai sensi dell'art. 2437-ter, comma 3, c.c.

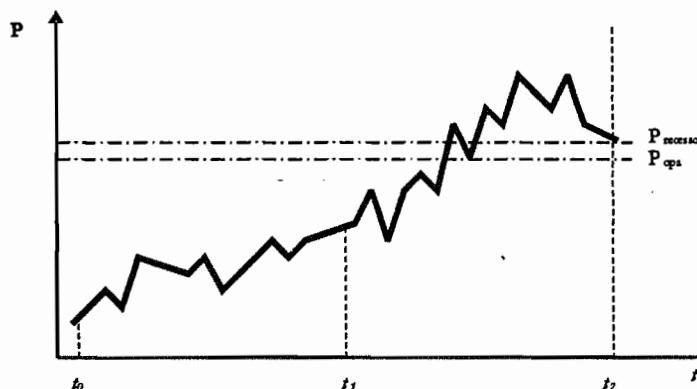
In questo scenario non è difficile immaginare che se nei dodici mesi precedenti l'operazione i corsi azionari di B avessero registrato una costante ascesa, il prezzo dell'offerta obbligatoria, calcolato su una media annuale, potrebbe essere anche notevolmente inferiore al « prezzo » del recesso, calcolato solo sull'ultimo semestre e, quindi, ignorando prezzi più risalenti inferiori. L'offerente potrebbe invero attrarre gli azionisti oblati con un prezzo superiore a quello determinato ai sensi dell'art. 106 T.U.F. che è solo il « prezzo minimo » al quale deve essere effettuata l'offerta. Si pensi, tuttavia, all'ipotesi nella quale il prezzo *ex art.* 106 T.U.F. coincida con o superi il prezzo di mercato al momento nel quale si promuove l'offerta (con la conseguenza che un prezzo significativamente superiore non sarebbe conveniente per l'offerente), ma che nell'ultimo semestre anteriore all'offerta il prezzo di mercato sia stato tendenzialmente decrescente, deter-

Olin Working Paper No. 99-5, disponibile su <http://ssrn.com> (visitato il 28 febbraio 2005), un'indagine empirica condotta su oltre 1300 operazioni ha indicato che la sussistenza di un diritto di *appraisal* (assimilabile, ai fini che qui rilevano, al diritto di recesso) ha in diverse ipotesi ridotto il guadagno medio per azionista derivato dall'operazione, risultando quindi inefficiente; anche se — nello stesso studio — si osserva che in media la sussistenza di un diritto di *appraisal* non incide sulla posizione degli azionisti di una società bersaglio di un *takeover*. Occorre tuttavia porre particolare attenzione nel trarre implicazioni valide per il nostro ordinamento e sistema economico dai risultati di tale ricerca, anche perché — come si è avuto occasione di osservare nelle pagine che precedono — sebbene i metodi di valutazione delle azioni in caso di fusione adottati dalle corti statunitensi siano, in certi casi, simili al nuovo criterio introdotto dall'art. 2437-ter c.c., essi ricorrono frequentemente a tecniche tratte dalla prassi finanziaria in modo molto libero, con l'unico esplicito obiettivo di giungere alla determinazione del *fair price* delle azioni. L'assenza di rigidi meccanismi o del ricorso a medie di prezzi, previsti invece per le società quotate italiane, pur lasciando maggiore libertà ad amministratori e giudici nella valorizzazione della partecipazione, rende in quell'ordinamento meno frequenti i risultati ai quali si fa riferimento nel testo.

minando così un valore ai fini del recesso significativamente superiore sia al prezzo dell'offerta, sia a quello di mercato. Questa circostanza potrebbe determinare un classico «fallimento del mercato» dovuto ad un problema di azione collettiva: il comportamento razionale a livello individuale (non aderire all'offerta attendendo la prosecuzione dell'operazione per esercitare il recesso) potrebbe determinare, a livello aggregato, una soluzione inefficiente (ossia il fallimento dell'offerta e la preclusione dell'operazione progettata) ⁽³³⁷⁾.

Un simile problema, peraltro, si potrebbe porre anche in caso di offerta pubblica d'acquisto volontaria, che non prevede alcun vincolo in relazione al prezzo offerto agli azionisti oblati, in particolare nel caso di prezzi discen-

⁽³³⁷⁾ Il problema può essere illustrato, in modo semplificato, nel seguente grafico:



S'ipotizzi che il periodo $t_0 - t_2$ rappresenti i dodici mesi sui quali deve essere calcolata la media ponderata dei prezzi di mercato ai fini della determinazione del prezzo al quale l'art. 106, comma 2, T.U.F. impone di lanciare un'offerta successiva totalitaria. Il prezzo (minimo) al quale deve essere lanciata l'offerta ai sensi della disposizione in esame sarà quindi, *grosso modo*, quello indicato nel grafico come P_{opa} . Il periodo $t_1 - t_2$ coincide invece con i sei mesi previsti dall'art. 2437-ter, comma 3, c.c. per il calcolo del valore di liquidazione del socio recedente. Anche in questo caso, con alcune semplificazioni, il «prezzo» del recesso è individuato al livello $P_{recesso}$ (una semplificazione si deve ravvisare nella circostanza che, a rigore, il periodo semestrale decorrerebbe a ritroso dalla data di convocazione dell'assemblea che legittima il recesso: pare tuttavia lecito, ai fini che qui interessano, far coincidere tale data con quella per il calcolo del prezzo dell'offerta, posto che la situazione descritta si potrebbe facilmente verificare anche in caso di scostamento tra tali momenti). Dal grafico emerge anche figurativamente, dunque, l'idea che il recesso potrebbe risultare più conveniente dell'adesione all'offerta pubblica, circostanza che potrebbe avere l'effetto pratico che il prezzo dell'offerta non possa scendere al di sotto del livello del valore di liquidazione delle azioni in caso di recesso (o, più precisamente, al di sotto di un livello che tenga conto di tale valore, non dovendo necessariamente coincidere con esso). Si verifica, per così dire, un'interferenza tra i diversi criteri legali di valutazione delle azioni ricca di implicazioni applicative nell'ambito di complesse operazioni societarie. Si noti, peraltro, che nel grafico si ipotizza una certa convergenza tra prezzo di mercato e prezzo al quale è effettuata l'offerta successiva totalitaria.

denti nei mesi precedenti l'operazione, allorquando la valutazione ai fini del recesso tiene conto di prezzi risalenti più elevati; o — come più volte discusso — nelle società non quotate in ipotesi di trasferimento del controllo e quindi assoggettamento alla direzione e coordinamento di una nuova società.

Da un punto di vista economico si tratta, a ben vedere, di casi particolari del dilemma evidenziato da Grossman e Hart in un fondamentale studio dell'inizio degli anni Ottanta, che rappresenta uno dei capisaldi della ricerca in tema di effetti economici della disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto⁽³³⁸⁾. Tale dilemma si pone ogni qualvolta gli azionisti oblati prevedono — se a torto o a ragione non rileva — che il « valore » delle azioni a seguito di una scalata e del relativo cambio di controllo sia superiore al prezzo dell'offerta pubblica d'acquisto, essendo così indotti a rifiutare l'offerta, sperando di beneficiare dell'incremento di valore delle azioni rimanendo soci della società. Questa strategia, tuttavia, potrebbe pregiudicare il successo di operazioni in grado di massimizzare l'efficienza. Da questa osservazione discende, ad esempio, la giustificazione teorica del diritto d'acquisto, previsto nel nostro ordinamento dall'art. 111 T.U.F. e volto appunto a scoraggiare comportamenti opportunistici degli azionisti di minoranza⁽³³⁹⁾.

Non si possono anticipare tutte le potenziali conseguenze della divergenza tra i criteri per la valutazione delle azioni in caso di recesso e di offerta pubblica obbligatoria discussa. Le differenze che ne possono discendere, tuttavia, così come più in generale le disarmonie causate dalla previsione di metodi di valutazione delle azioni non sempre omogenei, dovranno essere attentamente ponderate nella progettazione di operazioni societarie complesse, potendo essere la fonte di « effetti collaterali » che il legislatore non pare avere pienamente considerato⁽³⁴⁰⁾.

(338) S.J. GROSSMAN-O. HART, *Takeover Bids, the Free-rider Problem, and the Theory of the Corporation*, in *Bell Journal of Economics*, 1980, 42 ss. Questa prospettiva mi è stata suggerita da Fausto Panunzi, il quale ha elaborato e applicato l'intuizione della quale si discute nel testo in numerosi studi, tra i quali si ricorda almeno M. BURKART-F. PANUNZI, *Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of the Tender Offer Process*, ECGI — Law Working Paper No. 10/2003, disponibile su <http://papers.ssrn.com> (consultato il 3 febbraio 2005).

(339) Su questo specifico aspetto si v., da ultimo, Y. AMIHUD-M. KAHAN-R.K. SUNDARAM, *The Efficiency and Welfare Foundations of Freezeout Laws in Takeovers*, NYU, Center for Law and Business Research Paper No. 02-03, disponibile su <http://papers.ssrn.com> (consultato il 3 febbraio 2005). Sia consentito rinviare anche a M. VENTORUZZO (nt. 10), 464 ss.

(340) È significativa, a questo proposito, l'osservazione di M. GATTI, *Opa e struttura del mercato del controllo societario*, Giuffrè, Milano, 2004, 282, nota 66, secondo il quale quando il prezzo del recesso è superiore a quello corrente di mercato « a nessuno (né soci, né terzi: cfr.

art. 2437-*quater*, cc. 1 e 4, c.c.) converrà acquistare delle azioni dai soci receduti, trattandosi, nel gergo della finanza, di opzione *out of the money*, i costi di un recesso «indotto» da una media più elevata finiranno per gravare esclusivamente sul patrimonio sociale (art. 2437-*quater*, cc. 5, 6 e 7, c.c.) e quindi sui restanti soci che non abbiano effettuato attività di arbitraggio». Pur condividendo questa preoccupazione, si deve per completezza osservare che considerazioni finanziarie non sono le uniche che possono giustificare l'acquisto delle azioni da parte degli altri azionisti (e dei terzi), con la conseguenza che non necessariamente la mera circostanza che il «prezzo» delle azioni ai fini del recesso sia superiore a quello di borsa implichi che l'offerta in opzione vada deserta: basti pensare ad esigenze di sostegno del corso dei titoli, ovvero di mantenimento di una percentuale di controllo, che potrebbero indurre i soci — ed in particolare quelli titolari di una partecipazione significativa — ad acquistare le azioni del recedente in sede di offerta in opzione. Inoltre, come accennato in precedenza, l'acquisto delle azioni provenienti dall'esercizio del diritto di recesso non appare un'alternativa neutra rispetto all'acquisto sul mercato per la ragione che il primo, e non il secondo, può avvenire ad un prezzo fisso e predeterminato (quello calcolato *ex art. 2437-ter* c.c.), mentre gli acquisti sul mercato incidono (al margine) sui corsi azionari. Ne consegue che un «prezzo» di recesso pur superiore a quello di mercato può risultare comunque finanziariamente conveniente a chi intendesse, ad esempio, ottenere una percentuale non trascurabile di azioni, il cui acquisto sul mercato determinerebbe una tensione sul lato della domanda e un conseguente aumento del prezzo degli ultimi titoli acquistati rispetto ai primi. Il prezzo «medio» (e quindi totale) dell'acquisto sul mercato di una percentuale di azioni optabili ai sensi dell'art. 2437-*quater* c.c., potrebbe dunque risultare inferiore a quello di mercato, anche se inizialmente il prezzo del recesso fosse stato superiore al corso borsistico corrente del titolo. Pur con queste precisazioni, l'osservazione dell'Autore citato indica un importante problema, che in molti casi si potrà verificare, e che almeno in certe situazioni rischia di rendere meno efficace di quanto potrebbe a prima vista apparire il procedimento previsto dall'art. 2437-*quater* c.c. a tutela del capitale sociale.