

Nicola De Luca

**DAL SOCIO LEONE
ALL'AGNELLO SACRIFICALE?
CONSIDERAZIONI SULLA
CLAUSOLA DI RECESSO A
PREZZO DEFINITO**

Estratto

TRIBUNALE DI ROMA

15 gennaio 2020

Pres. DI SALVO - Rel. CARDINALI

Società - Società per azioni - Recesso - Criteri di liquidazione delle azioni - Liquidazione al valore nominale - Invalidità.(Codice civile, art. 2437 *ter*).**Società - Società per azioni - Recesso - Criteri di liquidazione delle azioni - Deroga - Limiti - Violazione - Invalidità.**(Codice civile, artt. 2437, 2437 *ter*).**Società - Società per azioni - Recesso - Criteri di liquidazione delle azioni - Cause statutarie di recesso - Applicazione.**(Codice civile, art. 2437 *ter*).

*È invalida la clausola statutaria per la quale le azioni del socio receduto debbano essere liquidate al valore nominale, anziché al valore effettivo. Lo statuto, infatti, pur potendo utilizzare "criteri diversi" rispetto a quelli indicati dall'art. 2437 *ter*, comma 2, c.c. per la determinazione del valore di liquidazione, non può del tutto prescindere dal valore reale delle azioni, e cioè dall'effettiva consistenza patrimoniale della società (1).*

*I criteri per la determinazione del valore di liquidazione delle azioni del socio receduto previsti nel secondo comma nell'art. 2437 *ter* c.c., derogabili solo nei limiti stabiliti dal comma quarto, costituiscono norme imperative la cui violazione comporta nullità della clausola statutaria di deroga, indipendentemente dalla natura di essa di patto volto ad escludere o a rendere più gravoso l'esercizio del diritto di recesso (2).*

I criteri per la determinazione del valore di liquidazione delle azioni del socio receduto si applicano anche in caso di recesso determinato da cause statutarie (3).

(*Omissis*) — RAGIONI IN FATTO E IN DIRITTO DELLA DECISIONE. — La Fondazione Cassa di Risparmio di Verona Vicenza e Belluno ha convenuto in giudizio la Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. affinché, accertata la nullità della clausola contenuta nell'art. 9 dello statuto della società convenuta — nella parte in cui prevede che il valore di liquidazione della quota del socio receduto sia determinato in misura pari alla frazione del capitale sociale per cui è esercitato il recesso e che tale valore sia decurtato, con riferimento agli utili degli esercizi sociali sino al 31-12-08 compreso, della differenza fra il dividendo effettivamente percepito dalle azioni privilegiate e il dividendo preferenziale spettante alle medesime azioni in base all'art. 30, comma 2, dello statuto nella sua originaria formulazione —, nonché la conseguente illegittimità della deliberazione del consiglio di amministrazione del 29-01-13 con la quale era stato determinato il valore della quota al momento del recesso esercitato da essa attrice il 21-11-12, la convenuta venisse condannata al pagamento in suo favore della somma di € 431.890.854,00, corrispondente al valore (già decurtato delle somme corrisposte in esecuzione della detta deliberazione) della propria quota, da valutarsi in base alla consistenza patrimoniale della società — consistenza indicata nella stessa delibera del consiglio di amministrazione del 29-01-13 ai fini della determinazione del rapporto di conversione delle

azioni privilegiate in azioni ordinarie — o, in subordine, in base al valore effettivo della quota al momento del recesso, oltre interessi e rivalutazione o, in subordine, oltre al maggior danno ai sensi dell'art. 1224 c.c..

A sostegno di tali domande l'attrice ha dedotto che, nell'ambito della trasformazione della Cassa Depositi e Prestiti in società per azioni disposta dall'art. 5 del d.l. n. 269/03, il Ministero dell'Economia e delle Finanze, in adempimento dei decreti emanati dalla Presidenza del Consiglio dei Ministri e dallo stesso MEF, aveva ceduto il 30% del capitale sociale della società a sessantacinque fondazioni bancarie ad un prezzo pari al valore nominale delle azioni, fissato, quanto alle azioni privilegiate, ai sensi della L. n. 474/94, confermato dalla valutazione delle azioni effettuata dalla JP Morgan, consulente finanziario del citato ministero; che essa attrice aveva acquistato 8.940.000 azioni privilegiate, corrispondenti al 2,5669% del capitale sociale della Cassa; che, in data 21-11-11, nel termine statutario previsto, essa attrice aveva esercitato il diritto di recesso, specificando che, "stante la nullità delle clausole statutarie in contrasto con norme imperative del Codice Civile, la liquidazione della quota deve essere operata applicando l'art. 2437 *ter* del Codice Civile, tenendo conto della perizia di valutazione redatta dalla società Deloitte da codesta società incaricata", ed il successivo 21-12-12 aveva depositato il certificato rappresentativo delle azioni di proprietà; che tale richiesta non era stata accolta dalla Cassa, secondo cui le regole generali dell'art. 2437 *ter* c.c. erano derogate dall'art. 9, co. 3, dello statuto, con una clausola che era stata ritenuta legittima da un parere del Consiglio di Stato e confermata dall'art. 36, co. 3 *septies*, della L. n. 221/12, secondo il quale "le condizioni economiche per la conversione di cui ai commi precedenti sono riconosciute al fine di consolidare la permanenza di soci privati nell'azionariato di CDP. Conseguentemente, in caso di recesso, quanto alla determinazione del valore di liquidazione delle azioni, si applicano le vigenti disposizioni dello statuto"; che quest'ultima disposizione di legge era stata emanata successivamente alla data del 21-11-12 il cui essa attrice aveva esercitato il recesso; che le regole statutarie, quale quella contenuta nell'art. 9 dello statuto sociale della CDP alla data del 23-09-09, che presiedono alla liquidazione della quota di partecipazione dell'azionista privilegiato in caso di recesso e la determinazione conseguentemente effettuata, non tengono in alcun conto i criteri adottati dalla legge per la liquidazione della quota di partecipazione, quali la consistenza patrimoniale della società, la sua redditività, la variazione dell'una e dell'altra nel corso del tempo in cui il socio ha preso parte all'iniziativa comune con il conferimento del capitale; che essa attrice aveva, pertanto, diritto alla eliminazione della clausola illegittima e alla liquidazione della propria partecipazione azionaria "in base a criteri di realistica corrispondenza alla consistenza patrimoniale della società, alla sua redditività e all'eventuale valore di mercato delle azioni di cui è parola dell'art. 2437 *ter*, secondo comma, c.c.".

La Cassa Depositi e Prestiti si è costituita eccependo preliminarmente il difetto di giurisdizione del giudice adito, il decorso del termine di decadenza per l'impugnazione della deliberazione del consiglio di amministrazione con il quale era stato determinato il valore della quota da liquidare all'attrice e l'improcedibilità del giudizio per non essere stato instaurato il procedimento di volontaria giurisdizione di cui all'art. 2437 *ter*, comma 6, c.c.. Nel merito, ha contestato l'indeterminatezza e l'infondatezza delle domande spiegate dall'attrice, delle quali

ha chiesto il rigetto o, in subordine, l'accoglimento nei limiti del valore da attribuirsi alla partecipazione dell'attrice sulla base di corretti criteri tecnico contabili, che tenessero conto di tutti i correttivi indicati nello statuto.

Con sentenza non definitiva depositata il 23-06-16, il Tribunale, pronunciandosi sulle questioni pregiudiziali sollevate dalla convenuta, ha dichiarato la propria giurisdizione a decidere sulle domande avanzate dalla Fondazione attrice, e ha respinto le altre eccezioni preliminari della convenuta volte a far dichiarare l'improcedibilità del giudizio ai sensi dell'art. 2437 *ter*, sesto comma, c.c. e l'inammissibilità delle stesse domande, per intervenuta decadenza del diritto dell'attrice di impugnare la deliberazione del consiglio di amministrazione della Cassa che aveva determinato il valore della quota da liquidare alla Fondazione, nonché per l'intervenuta decadenza del diritto dell'attrice di far valere l'invalidità della clausola statutaria che prevedeva i criteri di determinazione della detta quota e delle successive deliberazioni assembleari intervenute sul punto.

Con separata ordinanza in pari data, il Tribunale ha disposto una CTU al fine di accertare se il valore della quota di partecipazione azionaria della Fondazione Cassa di Risparmio di Verona Vicenza e Belluno in Cassa Depositi e Prestiti S.p.A., così come determinato con la deliberazione del consiglio di amministrazione del 29-01-13, corrisponda al valore reale della quota predetta, determinabile secondo i criteri legali alla data del recesso e quindi, precisate le conclusioni come in epigrafe, la causa è stata rimessa al collegio per la decisione.

Al riguardo si deve rilevare che, come entrambe le parti hanno sostenuto, sia pure con diverse e contrapposte argomentazioni, la domanda dell'attrice — avente ad oggetto la liquidazione della sua partecipazione azionaria, quale titolare di azioni privilegiate ai sensi dell'art. 7 dello statuto, nella Cassa Depositi e Prestiti, a seguito del recesso esercitato in data 21-11-12, e la condanna di quest'ultima al pagamento del relativo importo, detratto quanto già corrisposto — presuppone l'accertamento della validità ed efficacia della clausola contenuta nell'art. 9 dello statuto della società convenuta in vigore alla data del recesso, che prevedeva, al comma 3, che "in tutti i casi di esercizio del diritto di recesso, il valore di liquidazione delle azioni privilegiate risulta pari alla frazione del capitale sociale per cui è esercitato il recesso, decurtata — con riferimento agli utili degli esercizi sociali chiusi sino al 31 dicembre 2008 compreso — della differenza fra il dividendo effettivamente percepito dalle stesse azioni privilegiate e il dividendo preferenziale spettante alle medesime azioni in base all'art. 30, comma 2, dello statuto nella sua originaria formulazione...". La clausola, come risulta dal suo tenore letterale, si riferisce a tutti i casi di esercizio del diritto di recesso e, in particolare, oltre alle ipotesi in cui tale diritto sia attribuito agli azionisti dalla legge — e quindi alle ipotesi di cui all'art. 2437, primo, secondo e terzo comma — alle specifiche ipotesi previste nello statuto, fra le quali quella indicata nell'art. 7, comma 10, dello stesso statuto che recita: "le azioni privilegiate sono automaticamente convertite in azioni ordinarie a far data dal 1 gennaio 2013. Il rapporto di conversione è determinato dal consiglio di amministrazione sulla base di una perizia del valore effettivo del patrimonio netto della società redatto da un esperto nominato dal consiglio di amministrazione d'intesa con il comitato di supporto degli azionisti privilegiati e depositata presso la sede della società entro il 15 settembre 2012. Il valore delle azioni privilegiate è determinato applicando il criterio indicato dall'art. 9, comma 3 (valore pari alla frazione del capitale sociale per cui è esercitato il recesso *n.d.r.*)

del presente statuto. Qualora il rapporto di conversione non risulti alla pari, i titolari delle azioni privilegiate hanno anche la facoltà di beneficiare di un rapporto di conversione alla pari versando alla società una somma, a titolo di conguaglio azioni, di importo pari alla differenza tra il valore di un'azione ordinaria e il valore di un'azione privilegiata. Tale facoltà potrà essere esercitata nel periodo dal 1° ottobre 2012 al 15 dicembre 2012. Ferma restando la (ulteriore *n.d.r.*) causa di recesso prevista dall'art. 9, comma 1, del presente statuto, nel periodo dal 1° ottobre 2012 al 15 dicembre 2012, agli azionisti privilegiati che non intendano usufruire della conversione automatica, è attribuito il diritto di recedere dalla società, per l'intera loro partecipazione, con le modalità previste dal seguente art. 9, commi 1 e 2 (valore determinato in misura corrispondente alla frazione del capitale sociale per cui è esercitato il recesso *n.d.r.*)”.

Premesso, per le ragioni già espresse nella sentenza non definitiva, che l'accertamento, *incidenter tantum*, dell'invalidità della clausola in questione, ai fini dell'accertamento del diritto dell'attrice di ottenere la liquidazione della propria partecipazione in base ai criteri di cui all'art. 2437 *ter* c.c., senza tener conto della deroga disposta dalla clausola statutaria di cui la stessa attrice asserisce l'invalidità, non è preclusa dalla natura pubblicistica dell'atto con il quale è stato approvato l'originario statuto della Cassa, si deve dunque valutare, in primo luogo, quale sia la normativa applicabile alla fattispecie in questione, con particolare riguardo alle specifiche caratteristiche della Cassa Depositi e Prestiti S.p.A., società costituita per legge a seguito della trasformazione in società per azioni dell'ente pubblico Cassa Depositi e Prestiti per il perseguimento degli scopi di interesse generale da essa tradizionalmente perseguiti e attualmente partecipata dal socio pubblico di maggioranza e da soci privati di minoranza in possesso dei requisiti previsti dalla normativa che ha attuato la privatizzazione. Sotto questo profilo, ritiene il collegio che, anche a voler riconoscere alla Cassa natura di società a partecipazione pubblica di diritto singolare, costituita per il perseguimento di una specifica missione di pubblico interesse, e la conseguente possibilità di derogare, per legge, alle specifiche disposizioni di diritto comune dettate dal codice civile per il tipo sociale prescelto, nel caso di specie, non può attribuirsi alla disposizione statutaria in questione un'efficacia normativa idonea a legittimare una deroga ai principi previsti per il recesso dei soci di società per azioni, né una tale deroga può rinvenirsi in altre disposizioni di legge in vigore alla data in cui la Fondazione ha esercitato il recesso.

Le disposizioni statutarie, originarie o intervenute per modifiche successive, infatti, ancorché, nel primo caso, adottate con decreto della Presidenza del Consiglio dei Ministri, si risolvono pur sempre nell'esercizio dell'autonomia negoziale attribuita ai soci dall'ordinamento nei limiti dallo stesso individuati, e l'eventuale superamento di tali limiti, salva la valutazione di legittimità costituzionale, potrebbe essere disposto solo da fonti normative di rango primario, alle quali le norme di rango secondario possono dare attuazione nell'ambito del perimetro individuato dalle prime.

La deroga dei principi previsti in materia di recesso e di liquidazione della quota del socio receduto contenuta nella disposizione statutaria in questione, d'altra parte, non si rinviene in nessuna delle norme dettate dal d.l. n. 269/03, con il quale è stata disposta la trasformazione della Cassa Depositi e Prestiti in società per azioni, né in alcuna norma di legge intervenuta prima del recesso esercitato

dalla Fondazione attrice, e non può essere desunta in via interpretativa dalle specifiche disposizioni che hanno creato il sistema attraverso il quale è stata attuata la privatizzazione. Le ragioni di ordine politico o economico che hanno indotto il legislatore a trasformare la Cassa in società per azioni — prevedendo che lo Stato rimanesse azionista di maggioranza, la possibilità di acquisto delle altre azioni da parte di soggetti privati, fra i quali la Fondazione odierna attrice, la determinazione del capitale sociale nella misura indicata nel decreto legge e le ulteriori specifiche modalità organizzative nello stesso indicate — hanno sicuramente condizionato in modo legittimo le scelte adottate in sede di redazione dello statuto con riguardo alle previsioni di regole di funzionamento compatibili con i principi dettati in materia di società per azioni — quali la previsione della emissione di azioni privilegiate, la conversione automatica di dette azioni in azioni ordinarie e l’inserimento di particolari ipotesi di recesso da parte dei soci titolari di azioni privilegiate —, ma non possono giustificare, ad avviso del collegio, le scelte adottate con riguardo a regole di funzionamento della società che derogano tali principi, quale il criterio da adottare per la determinazione del valore della partecipazione del socio receduto, salvo che la deroga costituisca una conseguenza necessaria del sistema normativo, anche di diritto singolare, predisposto per attuare la privatizzazione. Tale rapporto di consequenzialità necessaria non può rinvenirsi nell’esigenza di creare un meccanismo idoneo ad adeguare il prezzo versato dai soci privati per acquistare dal socio unico le azioni privilegiate, senza prevedere alcun sovrapprezzo, al valore effettivo del patrimonio della società, che al momento dell’acquisto non era determinato, attraverso la deroga dei principi che regolano gli effetti della cessazione della qualità di socio e i diritti del socio receduto alla liquidazione della propria partecipazione. La scelta operata dal legislatore di attuare la privatizzazione dell’Ente Cassa Depositi e Prestiti attraverso la sua trasformazione in società per azioni comporta infatti che, salve espresse deroghe disposte nel provvedimento legislativo che ha attuato tale scelta o in provvedimenti normativi successivi — deroghe che, nel caso di specie, non sono rinvenibili, quanto meno prima del recesso esercitato dalla Fondazione attrice —, i rapporti fra i soci — nel caso di specie, fra socio venditore di parte delle sue azioni e acquirente delle stesse — non possano incidere sui rapporti fra soci e società e sui diritti dei primi nei confronti della seconda — nel caso di specie, sui diritti del socio receduto alla liquidazione della propria partecipazione —. All’intervento normativo richiamato dalla convenuta con riguardo alla legge di conversione del D.L. 18-10-12 n. 179, d’altro canto, non può attribuirsi efficacia retroattiva idonea a disciplinare i rapporti derivanti dal recesso esercitato prima dell’entrata in vigore della legge di conversione — che ha per la prima volta affermato il principio per il quale, “in caso di recesso, quanto alla determinazione del valore di liquidazione delle azioni privilegiate, si applicano le vigenti disposizioni dello statuto della CDP” (art. 36, comma 3-*septies*)” — né natura di norma di interpretazione autentica, incompatibile con la sua portata derogatoria dei principi dettati dalla legge in materia di liquidazione della quota del socio receduto: principi che, per quanto si è detto, non possono considerarsi modificati in via interpretativa dalla normativa che aveva disciplinato la privatizzazione della Cassa.

Ne discende che la clausola statutaria che prevede che la quota del socio receduto sia valutata con riguardo al suo valore nominale, anziché con riguardo al

suo valore effettivo, non potrebbe che essere considerata invalida, se ad essa dovesse attribuirsi portata derogatoria dei principi sanciti dall'art. 2437 *ter* c.c., e, infatti, la stessa Cassa fonda gran parte delle sue difese sul presupposto che la detta norma debba essere interpretata nel senso di consentire, anche per le società di diritto comune, che, in ipotesi di recesso convenzionale, lo statuto possa stabilire regole diverse per la liquidazione della partecipazione del socio receduto.

A tale riguardo, il citato art. 2437 *ter*, dopo aver sancito il diritto del socio receduto di ottenere la liquidazione delle azioni per le quali ha esercitato il recesso, prevede, al secondo comma, con riferimento alle società non quotate in borsa, che "il valore di liquidazione delle azioni è determinato dagli amministratori... tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni" e, al quarto comma, che "lo statuto può stabilire 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". La norma di cui al quarto comma dell'art. 2437 *ter* è stata interpretata, in modo pressoché unanime in giurisprudenza e dottrina, nel senso che i "criteri diversi" ivi menzionati abbiano una funzione integrativa dei principi indicati nel secondo comma, attribuita alla autonomia statutaria nei precisi limiti indicati nella stessa norma, e, comunque, diretta a pervenire ad una valutazione del valore reale della partecipazione, secondo alcuni necessariamente più favorevole rispetto a quella che deriverebbe dall'applicazione dei criteri indicati nel secondo comma, secondo altri, anche peggiorativa, purché il risultato finale non sia del tutto avulso dal valore effettivo della quota al momento del recesso. Dovendosi condividere questa impostazione, si deve dunque ritenere che lo statuto non possa prevedere criteri che, come nel caso di specie, prescindano del tutto dal valore reale della quota di partecipazione, riferendosi al valore meramente nominale, del tutto disancorato dall'effettiva consistenza patrimoniale della società.

Da tale conclusione non ci si può discostare, ad avviso del collegio, neppure per le ipotesi di recesso esercitato al di fuori delle ipotesi legali, usufruendo della facoltà attribuita al socio dallo statuto per ragioni diverse da quelle previste dai commi 1, 2 e 3 dell'art. 2437 c.c., come ora è consentito dal quarto comma dello stesso articolo.

In proposito, infatti, si deve rilevare che la nullità della clausola statutaria che deroga ai principi previsti nell'art. 2437 *ter* c.c. deriva dalla contrarietà della previsione statutaria alle norme imperative contenute in tale articolo, indipendentemente dalla contrarietà o meno della previsione statutaria alla norma imperativa contenuta nell'art. 2437 c.c., che vieta ogni patto volto ad escludere o a rendere più gravoso l'esercizio del diritto di recesso con esclusivo riferimento alle ipotesi di recesso legale previste dal primo comma dello stesso articolo, e che l'art. 2473 *ter* c.c. non reca alcuna distinzione fra cause di recesso legali e cause di recesso statutarie al fine di dettare diversi criteri di liquidazione della quota del socio receduto.

Fatte queste premesse, si deve dunque ritenere che l'interpretazione secondo la quale, nei casi di recesso statutario, all'autonomia statutaria si possa attribuire il potere di derogare al principio della necessaria corrispondenza del valore della quota da liquidare al socio receduto al suo valore reale alla data del recesso non

può trovare giustificazione nella considerazione che il recesso statutario costituisce una tutela aggiuntiva, rispetto a quella prevista dalla legge, dei diritti del socio, tutela che, in quanto tale, non incide sulle prerogative irrinunciabili del socio previste in caso di recesso legale e potrebbe essere modulata, nell'ambito dell'autonomia negoziale, con previsione di effetti, in termini di diritti alla liquidazione della quota, diversi da quelli previsti nei casi in cui la tutela sia prevista in modo inderogabile dalla legge. Distinguere i diritti del socio receduto per una causa prevista dalla legge da quelli del socio receduto per una causa prevista dallo statuto, ipotizzando, nel secondo caso, che lo statuto possa prevedere che al socio spetti la liquidazione della quota in misura diversa da quella che la legge impone in caso di recesso legale — valore commisurato alla consistenza patrimoniale della società, da valutarsi in base a criteri elastici, ma sempre ad essa correlati — non pare consentito, in mancanza di esplicita previsione normativa. Si deve, infatti, ritenere che l'evoluzione legislativa in materia di riconoscimento della possibilità di recesso per il socio delle S.P.A. abbia introdotto un sistema unitario nel quale l'ampliamento delle cause di recesso, fino a comprendervi quelle liberamente predeterminate dai soci, non ha modificato il regime delle conseguenze che ne derivano: conseguenze che non vi è ragione di diversificare una volta riconosciuta l'equivalente idoneità a giustificare il recesso delle ragioni individuate dalla legge e di quelle individuate dai soci.

Per tali ragioni la liquidazione della quota della Fondazione attrice effettuata dalla Cassa con riguardo al suo valore nominale deve ritenersi illegittima, in quanto fondata sulla previsione statutaria di un criterio di valutazione da ritenersi in contrasto con il disposto dell'art. 2437 *ter* c.c., con la conseguenza che il valore della quota del socio receduto, in mancanza di altri criteri individuati nello statuto conformemente al disposto di tale norma, deve essere determinato ai sensi del secondo comma della stessa.

A tale scopo è stata disposta la CTU, alle cui conclusioni il collegio ritiene di doversi attenere, essendo congruamente motivate ed immuni da vizi logici. I consulenti, infatti, hanno chiaramente esposto, con argomentazioni del tutto condivisibili, le ragioni per le quali, stante la natura di titoli di partecipazione al capitale e non di strumenti finanziari dei titoli in questione, al fine di determinare il valore della partecipazione della Fondazione al momento del recesso, si debba avere riguardo, come disposto dall'art. 2437 *ter* c.c., alla consistenza patrimoniale della società e alle sue prospettive reddituali, nonché all'eventuale valore di mercato, e non al prezzo implicito ricavabile dal rapporto di conversione delle azioni privilegiate in azioni ordinarie secondo i meccanismi previsti nello statuto che, peraltro, hanno subito rilevanti modifiche nel corso del tempo. Hanno inoltre posto in evidenza le ragioni per le quali l'integrazione della valutazione attraverso l'utilizzazione del criterio del valore di mercato, che avrebbe astrattamente potuto risentire degli effetti della conversione prevedibili al momento del recesso, non avrebbe portato a risultati apprezzabili, in considerazione delle specifiche caratteristiche della società e della conseguente inesistenza di un mercato attivo espressivo dei valori effettivi. Hanno quindi determinato il valore economico della Cassa Depositi e Prestiti al tempo del recesso della Fondazione, motivando esaurientemente la scelta del metodo di valutazione ritenuto più adeguato, in un range compreso tra un minimo di 19 miliardi di euro (come indicato nella perizia redatta dalla Deloitte e dalla Cassa, in occasione della determinazione del valore

di conversione delle azioni privilegiate, e come posto a fondamento della domanda spiegata in via principale dall'attrice nell'atto di citazione) e un massimo di 21 miliardi di euro. Considerato che la Fondazione deteneva una partecipazione del 2,566857% e che, in termini di diritti patrimoniali, economici e amministrativi, le azioni privilegiate dovevano considerarsi equivalenti alle azioni ordinarie, i consulenti sono quindi giunti alla conclusione che il valore della quota di partecipazione azionaria dell'attrice determinato con la delibera del consiglio di amministrazione della Cassa del 29-01-13 non corrisponde al valore reale della quota, determinabile secondo i criteri legali alla data del recesso.

Sulla base delle risultanze della esperita CTU, pertanto, il valore della partecipazione azionaria della Fondazione attrice deve essere determinato nella misura indicata, in via principale, nell'atto di citazione e, conseguentemente, la convenuta deve essere condannata al pagamento in favore della stessa attrice della residua somma di € 431.890.854,00, già decurtata della somma di € 56.590.216,00 che, come non è in contestazione la società ha già corrisposto a titolo di liquidazione della partecipazione, oltre interessi dalla data della domanda, trattandosi di credito di valuta e non avendo l'attrice allegato né provato specifici elementi dai quali potersi desumere l'esistenza di un maggior danno ai sensi dell'art. 1224 c.c..

In considerazione della particolarità e novità delle questioni poste a fondamento della decisione, devono ritenersi sussistenti i presupposti per l'integrale compensazione fra le parti delle spese del giudizio, ivi comprese quelle di CTU. (*Omissis*).

(1-3) Dal socio leone all'agnello sacrificale? Considerazioni sulla clausola di recesso a prezzo definito.

SOMMARIO: 1. Il caso delle azioni privilegiate di CDP e il recesso di un suo socio. — 2. Azioni automaticamente convertibili in ordinarie: o forse obbligazioni? — 3. Socio leone o agnello sacrificale? Opzioni *put* e clausole di recesso a prezzo definito. — 4. Recesso a prezzo definito e azioni (anti)privilegiate nel diritto alla quota di attivo. — 5. Vendita a valore nominale ed esclusione statutaria del diritto alla quota di netto. — 6. Conclusioni: o meglio, spunti di riflessione.

1. La sentenza non ha precedenti specifici, come la stessa apertamente afferma nel compensare integralmente le spese del giudizio, in considerazione della particolarità e novità delle questioni sottoposte alla corte capitolina. Indubbio ne è quindi l'interesse.

La questione giuridica controversa riguardava l'applicazione di una previsione dello statuto di una società per azioni, in materia di determinazione del valore di liquidazione delle azioni in caso di recesso. Della società per azioni di cui si tratta si deve fare il nome — Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. (CDP) — perché una delle questioni dibattute in giudizio concerneva proprio la possibilità di riconoscerle lo *status* di società di diritto singolare (1) e, a ragione di ciò, di considerarne lo statuto sottratto ad alcune regole del codice civile, tra cui l'art. 2437-ter c.c.

(1) Sulle società di diritto singolare, v. PIZZA, *Le società per azioni di diritto singolare tra partecipazioni pubbliche e nuovi modelli organizzativi*, Milano, 2007; MARTUCCI, *Profili di diritto singolare dell'« impresa »*, Milano, 2013, spec. 20 ss.. V. inoltre IBBA, *Le società legali*, Torino, 1992; ID., *Società legali e società legifcate*, in *Enc. giur.*, Roma, 1993, vol. XXIX.

Lo statuto originario di CDP prevedeva due categorie di azioni, ordinarie e privilegiate. Le azioni privilegiate, storicamente pensate per consentire la partecipazione di sessantacinque fondazioni di origine bancaria durante il processo di privatizzazione (non solo formale), presentavano la peculiare caratteristica di essere automaticamente convertibili in azioni ordinarie. Create nel 2003 per effetto della “trasformazione” dell’ente pubblico con valor nominale eguale a quello delle azioni ordinarie (come si esige in Italia), ma in presenza di un patrimonio netto eccedente il capitale sociale, e cedute dal MEF — in origine unico azionista — alle Fondazioni bancarie ad un prezzo pari al valore nominale, le azioni privilegiate si sarebbero automaticamente convertite al 1° gennaio 2010 in azioni ordinarie (2), secondo un rapporto di cambio non di 1 a 1 — dato il valore nominale eguale e l’eguaglianza dei diritti amministrativi — ma determinato dal consiglio di amministrazione sulla base di una perizia sul patrimonio sociale alla data della conversione (art. 7, comma 10, Statuto CDP): il rapporto di cambio fu in concreto determinato in (circa) 2 a 1. In alternativa alla conversione automatica, gli azionisti titolari di azioni privilegiate avrebbero potuto esercitare il recesso (art. 7, comma 10, Statuto CDP) e, in questo caso, la liquidazione sarebbe avvenuta al valore corrispondente alla frazione del capitale sociale, e cioè al valor nominale (art. 9, comma 4, Statuto CDP). Sono queste ultime le norme statutarie della cui legittimità si è discusso in giudizio.

Ancora utile è aggiungere che il privilegio riconosciuto alle azioni speciali era duplice: *a*) la postergazione nell’incidenza delle perdite (art. 7, comma 4, Statuto CDP); e *b*) un “dividendo preferenziale” ragguagliato al valore nominale che — per semplicità — può considerarsi analogo al dividendo a “saggio legale” delle azioni di risparmio di cui all’art. 15, l. n. 216/1974 (: una percentuale sul valore nominale) (3), ma senza il meccanismo che assicurava per queste ultime un utile maggiorato in caso di erogazione di dividendi anche a favore delle azioni ordinarie (per le azioni di risparmio, il 2% in più) (4). Anzi, gli utili eccedenti il dividendo preferenziale avrebbero dovuto essere restituiti in caso di recesso, e sarebbero stati computati per la determinazione del rapporto di cambio in caso di conversione, fermo in quest’ultimo caso il diritto di ciascun azionista di ottenere azioni intere versando un conguaglio in danaro. Al

(2) Sulla convertibilità delle azioni, v. l’ampio studio di Di Cecco, *Convertibilità e conversione dei titoli azionari*, Milano, 2012, 35 ss.

(3) Sulla possibilità di prevedere in generale il “vecchio” regime delle azioni di risparmio, v. SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008, 76 ss.; ID., in *Azioni*, a cura di Notari, in *Commentario* Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Milano, 2008, 253 ss., nonché ABRIANI, in *Commentario* Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti, Bologna, 2004, 269 s.; ID., *Le società azionarie*, in *Trattato* Cottino, Padova, 2010, 280 ss.

(4) Più nel dettaglio, l’art. 15 l. n. 216/1974 prevedeva che « gli utili netti risultanti dal bilancio regolarmente approvato, dedotta la quota di riserva legale, devono essere distribuiti alle azioni di risparmio fino alla concorrenza del cinque per cento del valore nominale dell’azione. Gli utili che residuano dopo l’assegnazione alle azioni di risparmio del dividendo privilegiato stabilito nel primo comma, di cui l’assemblea delibera la distribuzione, sono ripartiti fra tutte le azioni in modo che alle azioni di risparmio spetti un dividendo complessivo maggiorato, rispetto a quello delle azioni ordinarie, in misura pari al 2 per cento del valore nominale dell’azione. L’atto costitutivo può stabilire il dividendo privilegiato di cui al primo comma e la maggiorazione di cui al comma precedente in misura superiore a quelle ivi indicate. Quando in un esercizio sia stato assegnato alle azioni di risparmio un dividendo inferiore alla misura indicata nel primo comma o stabilita ai sensi del terzo comma, la differenza è computata in aumento del dividendo privilegiato nei due esercizi successivi. In caso di distribuzione di riserve le azioni di risparmio hanno gli stessi diritti delle altre azioni. Allo scioglimento della società le azioni di risparmio hanno prelazione nel rimborso del capitale per l’intero valore nominale. La riduzione del capitale sociale per perdite non importa riduzione del valore nominale delle azioni di risparmio se non per la parte della perdita che eccede il valore nominale complessivo delle altre azioni ... ».

momento della conversione o recesso, CDP aveva distribuito alle azioni privilegiate, oltre al dividendo preferenziale ulteriori somme per 207,8 milioni di Euro, che andavano quindi restituite (5).

Una fondazione bancaria socia — Fondazione Cariverona — decise di esercitare il recesso ma, dichiarando di ritenere invalide le previsioni statutarie relative alla determinazione del valore di liquidazione delle azioni, avviò giudizio per ottenere la liquidazione del valore stabilito sulla base della relazione di valutazione del patrimonio netto resa dall'esperto incaricato dal consiglio di amministrazione a norma dello statuto (o, in alternativa, al valore reale da determinarsi in giudizio). Dopo un processo lungo e complesso — nel quale furono decise con sentenza parziale alcune rilevanti questioni pregiudiziali (6); decisione confermata in appello (7) — il Tribunale di Roma ha emesso la sentenza in epigrafe accertando l'invalidità delle contestate disposizioni statutarie e riconoscendo quindi il diritto di Fondazione Cariverona ad una liquidazione della propria quota non già per il valore corrispondente alla frazione di capitale sociale corrispondente alle azioni per le quali esercitava il recesso (Euro 56.590.216,00), bensì per la notevolissima somma aggiuntiva di Euro 431.890.854,00, derivante dalla valutazione secondo il criterio del patrimonio netto. In concreto si tratta di un'integrazione di prezzo perché la modalità atta a consentire il recesso venne a suo tempo individuata nell'acquisto di azioni proprie (8).

La sentenza è lineare e assolutamente chiara nello svolgimento e nelle conclusioni, ma ciononostante può essere condivisa o non condivisa: la stessa infatti avalla pienamente la tesi della Fondazione recedente, sostenuta da un autorevole collegio di difesa e svariati pareri *pro veritate*, svalutando gli argomenti non meno autorevolmente sostenuti dal collegio di difesa e dei consulenti di CDP, con il conforto di un parere ufficialmente reso dal Consiglio di Stato (9) e di una legge approvata dal Parlamento (nel caso di specie, tuttavia, tardiva, poiché il recesso era già stato esercitato) (10). Benché di pubblico dominio che la controversia è stata transatta, e quindi non ci

(5) Si tratta di notizie di pubblico dominio: v. https://www.cdp.it/sitointernet/page/it/conversione_azioni_cdp_nessun_ulteriore_recesso_via_libera_dell'assemblea_allacquisto_di_azioni_privilegiate_proprie_pari_al_260_del_capitale?contentId=CSA10936.

(6) Con sentenza non definitiva, il Trib. Roma, 23 giugno 2016, n. 12788 (*inedita*), pronunciandosi sulle questioni pregiudiziali sollevate da CDP, ha dichiarato la propria giurisdizione — in luogo di quella amministrativa — a decidere sulle domande avanzate dalla Fondazione, e ha respinto le altre eccezioni preliminari volte a far dichiarare l'improcedibilità del giudizio ai sensi dell'art. 2437-ter, sesto comma, c.c. (per asserita necessità di esperire il c.d. *appraisal right*) e l'inammissibilità delle stesse domande, per intervenuta decadenza del diritto dell'attrice di impugnare la deliberazione del consiglio di amministrazione di CDP che aveva determinato il valore della quota da liquidare alla Fondazione, nonché per l'intervenuta decadenza del diritto dell'attrice di far valere l'invalidità della clausola statutaria che prevedeva i criteri di determinazione della detta quota e delle successive deliberazioni assembleari intervenute sul punto.

(7) App. Roma, 16 ottobre 2019, n. 6188 (*inedita*).

(8) Anche questa è notizia di pubblico dominio (nt. 5).

(9) Cons. Stato, 7 novembre 2012, n. 8178, in *Giornale di dir. amm.*, 2013, 623. Sul parere del Consiglio di Stato si v. Di Cecco, *Recesso convenzionale e convertibilità automatica delle azioni con determinazione convenzionale del valore dei titoli. Note a margine del parere del Consiglio di Stato sulle regole statutarie della Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. e del successivo intervento del legislatore*, in *Ianus*, n. 7/2012, 279 ss., reperibile su <http://www3.unisi.it/ianus/>.

In generale, il Consiglio di Stato ha ripetutamente affermato che CDP abbia natura di ente pubblico, nonostante la forma azionaria. La soggezione all'autorità giudiziaria ordinaria è stata tuttavia da tempo affermata dalle sezioni unite della Cassazione: v. Cass., sez. un., 23 febbraio 1998, n. 1948.

(10) Con la conversione del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, venne aggiunto un comma 3-*septies* all'art. 36, del seguente tenore « in caso di recesso, quanto alla determinazione del valore di liquidazione delle azioni privilegiate, si applicano le vigenti disposizioni dello statuto della CDP ».

saranno strascichi giudiziari (11), la nota che segue non esprimerà alcun apprezzamento o critica sulla soluzione data al caso concreto, invero assai complesso, ma proporrà ulteriori riflessioni — alcune delle quali peraltro solo preliminari — occasionate dalle originali previsioni contenute nello statuto di CDP, espressioni di un'autonomia privata che, secondo la sentenza annotata, eccedono i limiti di legge.

2. Un primo profilo meritevole di riflessione riguarda la qualificazione delle azioni privilegiate emesse da CDP. Su questo profilo occorre fare una digressione comparatistica, a mio avviso, molto utile.

L'ordinamento francese conosce da tempo le obbligazioni automaticamente convertibili, chiamate *obligations remboursables en actions* (ORA): tali obbligazioni non danno opzione al sottoscrittore, ma sono automaticamente rimborsate in azioni alla scadenza del prestito e dubbia ne è, per questo motivo, la natura obbligazionaria. Il 10 novembre 1993 la Commissione Europea avviò una procedura di infrazione per aiuti di Stato (Aiuto NN 87/93 - *Air France*) in relazione all'emissione di obbligazioni da parte dall'*Air France* nel marzo 1993 (per fare fronte alle perdite conseguenti alla Guerra del Golfo) e alla sottoscrizione da parte della *Caisse de Dépôts et Consignations - Participations* (CDC-P) (singolare coincidenza!), per la quasi totalità. Tale emissione, per un importo globale di 1,5 miliardi di franchi francesi, comprendeva, per la metà, obbligazioni rimborsabili in azioni (ORA). Nel 1994, la Commissione Europea, applicando il principio dell'investitore privato operante nelle normali condizioni di economia di mercato, giunse alla conclusione che non si trattava di un'operazione finanziaria normale, ma di un aiuto di Stato, considerata la situazione economica e finanziaria di *Air France* alla data in cui l'operazione ha avuto luogo e considerato il fatto che la *Caisse de Dépôt* è un ente pubblico e gestisce, direttamente o per tramite delle sue controllate, risorse statali (Decisione n. 94/662/CE). La principale delle censure riguardava il fatto che l'obbligazione automaticamente convertibile non ha natura di strumento di debito ma di rischio, ha cioè natura già azionaria pur quando il titolo si denomina e si atteggia ad obbligazione (12).

Ebbene, anche alla luce di questa vicenda storica, occorrerebbe chiedersi se azioni privilegiate che riconoscono un dividendo ragguagliato al valore nominale, e cioè un vantaggio non molto diverso da un interesse fisso (purché in presenza di utili distribuibili), e che saranno automaticamente convertite in azioni ordinarie a scadenza fissa, non siano in realtà obbligazioni convertibili. Ed infatti, a differenza del diritto francese in cui l'ORA non può essere rimborsata in contanti, e che fa dunque dubitare della natura obbligazionaria, la previsione del recesso al valore nominale, addirittura con il vincolo di restituire i dividendi eccedentari, sembrerebbe proprio confermare la natura obbligazionaria del titolo, benché sotto le simulate spoglie di una azione privilegiata (e sempreché, come subito discuteremo, il rapporto societario possa essere simulato).

Se si trattasse di obbligazioni automaticamente convertibili in azioni, i problemi affrontati nel giudizio che ha dato corso alla sentenza in epigrafe, probabilmente, non si porrebbero affatto. È pacifico che le obbligazioni possano dare corso ad interessi fissi e non occorrerebbe quindi neppure limitarne l'erogazione in caso di mancanza di utili distribuibili sufficienti: ma non sarebbe questo indizio della natura azionaria perché le obbligazioni, che in tal caso si denominano *partecipanti*, possono anche prevedere che l'interesse sia erogato solo se vi sono utili distribuibili (art. 2411, comma 2°, c.c.). È

(11) Si legge su *Il Mattino* di Padova del 27 giugno 2020 (online) un articolo così intitolato: *Cariverona incassa 256 milioni da Cdp per chiudere il recesso*.

(12) Altri riferimenti alle ORA si ritrovano in scritti precedenti a cui si fa rinvio: DE LUCA, *Gli aiuti di Stato al trasporto aereo*, Roma, 2000, 43; DE LUCA-STAGNO D'ALCONTRES, voce *Obbligazioni di società*, in *Enc. dir.*, VI agg., Milano, 2002, 788.

pacifico del resto che le obbligazioni convertibili vengono rimborsate al valore nominale, salvo il caso in cui gli interessi non vengano accumulati nel corso del rapporto e debbano essere liquidati in uno con il rimborso del capitale (obbligazioni *coupon-zero*). È pure pacifico che le obbligazioni sono per natura privilegiate nell'incidenza delle perdite, dovendosi espressamente prevedere — e si parla in questo caso di obbligazioni *indicizzate in linea di capitale* — che i tempi e l'entità del rimborso del capitale risultino condizionati dall'andamento economico della società (art. 2411, comma 3°, c.c.): in ogni caso, non possono darsi obbligazioni antergate nell'incidenza delle perdite rispetto al capitale (13).

Ebbene, se tutti questi profili sarebbero stati automaticamente risolti qualificando obbligazioni le azioni privilegiate di CDP, se ne sarebbero tuttavia posti di altri. È pacifico anzitutto che il rapporto di cambio deve essere indicato al momento dell'emissione e non al momento della conversione (art. 2420-*bis*, comma 1°, c.c.). È pacifico, sin dalla riforma del diritto societario del 2003, anche se in passato era dubbio, che le obbligazioni non possono attribuire il diritto di voto in assemblea, come invece lo attribuivano le azioni privilegiate di CDP: ed infatti, pur facendo leva sul terzo comma dell'art. 2411 c.c., che riconduce alla fattispecie obbligazionaria tutti gli strumenti finanziari che assicurano il rimborso del capitale, pur condizionandolo all'andamento economico della società, resta fermo che agli strumenti emessi da società per azioni diversi dalle azioni non può attribuirsi il voto nell'assemblea generale se non su argomenti specificamente indicati (art. 2351, comma 5°, c.c.).

Orbene, non è un fuor d'opera chiedersi se non fosse possibile difendere le previsioni dello statuto di CDP affermando, anziché la natura azionaria delle privilegiate, quella obbligazionaria, pur con l'accettazione che il rapporto di cambio in azioni non avrebbe potuto essere determinato *ex post*, e che alle medesime non avrebbe potuto attribuirsi il voto in assemblea. La risposta a tale quesito è negativa, ma non è privo di rilevanza il percorso logico che conduce a restituire questo risultato.

La fattispecie azionaria e quella obbligazionaria non possono distinguersi in base a criteri tipologici fondati sul contenuto, e cioè sui diritti attribuiti al possessore. La riconduzione di un certo titolo alla disciplina delle azioni o delle obbligazioni deve farsi sulla base di un indice formale, obiettivo, riconoscibile anche dall'esterno: e cioè l'esistenza di un "apporto" che possa essere oggetto di conferimento e l'imputazione di esso (anche) a capitale, onde il regime giuridico del capitale sia applicato (14). Sono

(13) Era discussa in passato la clausola del prestito che lega la misura della corresponsione degli interessi a parametri esterni (*obbligazioni indicizzate*), soprattutto per l'ipotesi in cui l'indicizzazione avesse l'effetto di consentire il rimborso ad un valore diverso dal nominale: v. Trib. Milano, 17 luglio 1982 e App. Milano, 11 novembre 1982, in *Società*, 1983, 632; Trib. Torino, 1° aprile 1985, in *Vita not.*, 1985, 362; nonché i commenti di CAMPOBASSO, *Emissione di prestito obbligazionario indicizzato in linea di capitale da parte di s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 1983, II, 750; CARBONETTI, *Emissione di obbligazioni indicizzate e limite del capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 1984, 15; CASELLA, *Le obbligazioni indicizzate all'indice?*, in *Giur. comm.*, 1983, II, 757; FERRI, *La legittimità dell'emissione di obbligazioni indicizzate*, in *Riv. dir. comm.*, 1985, II, 492. Parimenti risolto è il problema del collegamento tra il rendimento obbligazionario e l'andamento dell'impresa sociale (*obbligazioni partecipanti*): v. BLANDINI, in *Delle società, della azienda e della concorrenza*, a cura di Santosuosso, in *Commentario Gabrielli*, Torino, 2015, 807 ss.; BUSSOLETTI, *Obbligazioni convertibili, con warrant, con partecipazione agli utili*, in *Riv. dir. comm.*, 1988, I, 261, ivi 288; CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, Torino, 1988, 5, 424; CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 2005, 11 ss.; DE LUCA-STAGNO D'ALCONTRES (nt. 10), 787; A. GIANNELLI, in *Obbligazioni e bilancio*, a cura di Notari e Bianchi, in *Commentario Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari*, Milano, 2006, 48 ss.; S. PATRIARCA, in *Commentario Abbadessa-Portale*, Milano, 2016, 2009 ss.

(14) Per la discussione dei problemi relativi alla distinzione tra azioni, obbligazioni e strumenti finanziari sia permesso rinvio a STAGNO D'ALCONTRES-DE LUCA, *Le società*, II., *Le società*

azioni gli strumenti, per ipotesi anche non denominati azioni, aventi tali caratteristiche. Sono *altro* quelli che non prevedono l'imputazione dell'apporto a capitale e, quindi, l'applicazione del relativo regime: così, non sono azioni gli strumenti finanziari di cui all'art. 2346, comma 6°, c.c., perché l'apporto, anche se tecnicamente conferibile, non è imputato a capitale; non sono azioni — ma obbligazioni — i titoli comunque denominati per i quali sia prevista la restituzione dell'apporto come diritto futuro di credito, anche se condizionato nell'entità e nei tempi all'andamento della società (15). Non sono infine azioni neppure le *azioni di godimento*, perché l'emissione di esse avviene a seguito del rimborso del capitale, rispetto al quale residuano solo riserve. Le azioni di godimento non sono azioni sol perché la legge così le denomina (art. 2353 c.c.) (16), né lo sono sol perché la legge consente allo statuto di assegnare ai relativi possessori il diritto di voto, facendo eccezione alla regola posta per gli strumenti finanziari di cui agli art. 2346, comma 6°, e 2349 c.c.

Ebbene, non è dubbio che le azioni privilegiate di CDP facessero parte del capitale sociale, esprimendone attraverso il valore nominale una porzione. Che si trattasse di azioni è dunque un dato di partenza, e non una conclusione fondata dall'analisi del contenuto dei diritti e della disciplina statutaria ad esse assegnata. Il Tribunale di Roma, pertanto, non avrebbe potuto riqualificare in obbligazioni le azioni privilegiate e così affermare la legittimità della previsione in tema di rimborso al valore nominale. Non restava dunque altra via che quella di chiedersi se possa essere legittimamente previsto nello statuto di una società per azioni che una categoria di azioni sia connotata dal diritto speciale alla liquidazione al valore nominale, anziché al valore risultante dalla frazione di patrimonio che rappresenta: valutazione che, nel caso di specie, doveva compiersi per approssimazioni progressive, occorrendo dapprima comprendere se tale regime possa essere previsto in generale per poi, in caso di soluzione negativa, interrogarsi se a tal risultato potesse comunque giungersi per una società (che si afferma essere) soggetta a diritto singolare.

3. La previsione di un rimborso a data fissa, seppur in alternativa alla conversione in azioni ordinarie, ad un valore di liquidazione pari alla frazione del capitale sociale rappresentato dalle azioni del socio recedente, presenta vistosi punti di contatto con altro tema di recente tornato alla ribalta in giurisprudenza: quello delle opzioni *put* a prezzo definito. Può essere opportuna una breve sintesi.

di capitali, Torino, 2017, 417 ss., dove si trova, oltre a meno apodittiche motivazioni di quanto affermato nel testo, anche un completo apparato di riferimenti.

(15) Il che non impedisce di concepire le azioni "redimibili" [v., ABRIANI, *Le società azionarie* (nt. 3), 323 s.; SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni « redimibili » (una rilettura del divieto del patto leonino nella spa riformata)*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, I, 537, ivi 571 ss. (evocando tre fattispecie legali che lo confermerebbero: a) introduzione nello statuto di clausole di gradimento mero; b) fusione semplificata per possesso oltre il 90%; c) scissione non proporzionale); SFAMENI, *Azioni di categoria* (nt. 3), 147 ss., spec. 160; e, con ampiezza di argomenti, VITALI, *Le azioni riscattabili*, Milano, 2013, 99 ss. e ZANONI, *Venture capital e diritto azionario*, Padova, 2010, 102 s.; *contra*, S. PATRIARCA, *C'è un futuro per le azioni con prestazioni accessorie?*, in questa *Rivista*, 2004, I, 337 ss.], purché il riscatto, cioè l'acquisto, avvenga con utili distribuibili e riserve disponibili ovvero che sia funzionalmente collegato, a monte o in vista di una riduzione del capitale. Ribadisco, invece, che ove mai si potesse concepire la riqualificazione di titoli azionari in obbligazionari sulla base, ad es., del diritto incondizionato alla restituzione del conferimento, si potrebbe determinare il paradosso di una *società per azioni senza azioni*. La qualificazione azionaria, dunque, opera in senso inverso, rendendo invalida la previsione di rimborso.

(16) *Contra*, traendo spunto dall'art. 2282, comma 1°, c.c., cfr. DI SABATO, *Manuale delle società*⁵, Torino, 1995, 314 ss.; GHEZZI, in *Azioni*, a cura di Notari, in *Commentario Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari*, Milano, 2008, 516.

È frequente nella pratica degli affari una clausola di patto extrastatutario in base alla quale due o più soggetti convengono che le somme pagate dall'uno per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni o quote di una società partecipata in comune potranno costituire il prezzo di acquisto di esse (eventualmente aumentate di un interesse) a carico dell'altro soggetto, sol che il titolare del diritto potestativo eserciti alla data futura convenuta (o astrattamente anche in qualunque tempo) l'opzione di vendita (*put*). È inteso tra le parti, anche se non viene reso esplicito nel patto, che il diritto di vendita sarà esercitato nel solo caso in cui il valore attuale delle partecipazioni (inteso con il metodo patrimoniale) sia inferiore rispetto a quello di *strike*, cioè di esercizio dell'opzione *put* al prezzo definito.

Il patto di opzione *put* a prezzo definito è stato censurato da una parte della giurisprudenza (17) per violazione del divieto del patto leonino — tema che pure è stato evocato nel processo, sebbene non direttamente trattato dalla sentenza in commento — sul rilievo che il socio che dispone dell'opzione ha in qualunque momento la possibilità di sottrarsi alle perdite, ribaltandole sull'altro socio. E poiché il divieto del patto leonino è regola transtipica e di carattere imperativo, la stessa si applica anche alle società per azioni e anche alle pattuizioni parasociali o, comunque, extrasociali. La dottrina si è mostrata divisa (18).

(17) In questo senso, Trib. Milano, 31 dicembre 2011, in *Giur. it.*, 2012, 623; in *Società*, 2012, 1158, con nota di A.M. PERRINO, *Patti parasociali di finanziamento partecipativo e divieto di patto leonino*; in *Foro nap.*, 2012, 641, con nota di MAGLIACANO, *Sui patti di retrocessione di azioni a prezzo garantito: giudici napoletani e milanesi a confronto*; in *Giur. comm.*, 2012, II, 729, con nota di DELFINI, *Opzioni put con prezzo determinato « a consuntivo », arbitraggio della parte e nullità*; in *Riv. dir. soc.*, 2013, 64, con nota di SORACE, *Opzioni put e divieto del patto leonino*; in *Riv. dir. comm.*, 2012, II, 233, con nota di TUCCI, *Patto di riacquisto di azioni “a prezzo garantito” e patto leonino*; Trib. Milano, 3 luglio 2012, in *Riv. dir. soc.*, 2013, 72, con nota di SORACE (in questa nt.); Trib. Milano, 3 ottobre 2013, in *Società*, 2014, 688, con nota di DEL BIANCO e PROVERBIO, *Opzione put e divieto di patto leonino*; Trib. Verona, 26 maggio 2014, in questa *Rivista*, 2015, II, 733, con nota di ACCIATELLA, *Profili di illegittimità dell'opzione di (ri)vendita delle azioni a prezzo garantito alla società emittente*; nonché, App. Milano, 19 febbraio 2016, in *Giur. it.*, 2016, 1655, con nota di PETRUZZI, *Brevi note in tema di clausole di put & call a prezzo predefinito rispetto al divieto del patto leonino*; in *Notariato*, 2016, 489, con nota di MAZZOLETTI, *Put option e patto leonino: un divieto ancora attuale?*. Già in questo senso, App. Milano, 17 settembre 2014, in *Società*, 2015, 555, con nota di BONAVERA, *Partecipazioni a scopo di finanziamento tra patto leonino e patto commissorio*; in *Contr.*, 2015, 999, con nota di PALOMBA, *Opzione put e patto parasociale leonino: profili ermeneutici*.

In senso contrario, Trib. Milano, 13 settembre 2011, in *Riv. dir. comm.*, 2012, II, 233 con nota di TUCCI (in questa nt.); Trib. Milano, 9 febbraio 2012, in *Giur. it.*, 2012, 1600; in *Società*, 2012, 369, con nota di SALAFIA, *Tutela cautelare del credito da cessione quote sociali di cui si chiede la costituzione in sede giudiziaria*. Analogamente, Trib. Milano, 3 ottobre 2013, n. 12213, *Rel. Dal Moro*, in www.giurisprudenzadelleimprese.it; Trib. Milano, 6 agosto 2015, in *Giur. it.*, 2016, 636, con nota di MONTEVERDE, *Opzione put: ovvero degli incerti confini del patto leonino*; Trib. Firenze, 16 luglio 2015, in *Foro it.*, 2016, I, 721; in *Società*, 2016, 286, con nota di DI BITONTO, *Opzioni « put » parasociali su azioni: profili di (in)validità*; Trib. Cagliari, 3 aprile 2008, in questa *Rivista*, 2009, II, 746, con nota di SANTAGATA, *Partecipazioni in s.r.l. a scopo di finanziamento e divieto del patto leonino*; in *Riv. dir. comm.*, 2011, II, 95, con nota di PALARDINI, *Sui presupposti di configurabilità del divieto di patto leonino*; Trib. Cagliari, 19 giugno 2000, in *Rass. giur. sarda*, 2001, 471, con nota di CINCOTTI, *Sulla liceità del patto di smobilizzo della c.d. partecipazione a scopo di finanziamento*; Trib. Torino, 8 maggio 1996, in *Giur. it.*, 1997, I, 2, 24, con nota di PENE VIDARI, *Osservazioni in tema di patti limitativi della circolazione delle azioni*.

(18) La letteratura è vastissima. Senza pretesa di completezza, v., affermando la violazione del divieto del patto leonino, GUGLIELMUCCI, *Lo smobilizzo della partecipazione nei patti parasociali delle finanziarie regionali private*, in *Riv. soc.*, 1980, 1196; ID., *Le azioni postergate nelle perdite*, in *Giur. comm.*, 1982, II, 884; SANTONI, *Patti parasociali*, Napoli, 1985, 39 ss.; OPPO, *Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Riv. dir. civ.*, 1987, I, 517; ABRIANI, *Il divieto del patto leonino*, Milano, 1994, 67 ss.; 121 ss.; BATTI *Il patto leonino nell'ambito di*

La Cassazione pur inserendosi nel solco di un proprio precedente ha di fatto modificato orientamento, affermando — in sintesi e con una certa semplificazione — che il divieto del patto leonino, che pur è transtipico e quindi applicabile alle società per azioni, non attiene però ai rapporti negoziali tra i soci, bensì alla conformazione oggettiva della partecipazione sociale, sicché non può darsi violazione di esso quando il patto censurato sia collocato in una sede, come quella parasociale o extrasociale, che per sua natura non è atta a conformare la partecipazione sociale in senso oggettivo, escludendo il socio in modo assoluto e costante dalla partecipazione agli utili o alle perdite (19).

Questa pronuncia, pur incontrando generale favore per l'approccio vicino alle esigenze poste dalla pratica degli affari, ha sollevato alcune critiche (20). Una di esse è che il patto leonino attiene proprio ai *rapporti tra i soci* (questa è la denominazione del capo nel quale è collocato l'art. 2265 c.c.) e non può quindi affermarsi che la violazione del relativo divieto non possa avere rilevanza se inidoneo a conformare la partici-

partecipazioni a scopo di finanziamento, in *Società*, 1995, 178; TEDESCHI, *Sul divieto di patto leonino*, in *Nuova giur. civ.*, 1995, I, 1169; CIAFFI, *Finanziaria regionale e patto leonino*, in *Giur. comm.*, 1995, II, 486; RINALDI, *Patti parasociali di put and call e divieto del patto leonino*, in *Riv. dir. impr.*, 2007, 205; in senso opposto, BARCELLONA, *Clausole di put & call a prezzo predefinito. Fra divieto di patto leonino e principio di corrispettività*, Milano, 2004, *passim*; ID., *Rischio e potere nel diritto societario riformato, fra golden quota di s.r.l. e strumenti finanziari di s.p.a.*, Torino, 2012, 65 ss.; N. PIAZZA, voce *Patto leonino*, in *Enc. dir.*, Milano, 1982, vol. XXXII, 526; G. PIAZZA, *La causa mista credito-società*, in *Contr. e impr.*, 1987, 803; SBISA, *Circolazione delle azioni e patto leonino*, *ivi*, 1987, 816; PRATELLI, *Rinnovo dei patti parasociali e opzione put & call*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 931, *ivi* a 940 s.; TUCCI (nt. 16), 240 ss.; PENZO, *Opzione di vendita a prezzo fisso e divieto di patto leonino: una convivenza possibile*, in *Società*, 2014, 146; TORSSELLO, *Partecipazione a scopo di finanziamento e patto leonino parasociale*, in *Contr. e impr.*, 2000, 896, spec. a 915 ss. Per impostazioni peculiari, v. MINERVINI, *Partecipazioni a scopo di finanziamento e patto leonino*, in *Contr. e impr.*, 1988, 771; e, a più riprese, SANTAGATA, *Patti di retrocessione di azioni a prezzo garantito e divieto del patto leonino*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, 54; ID. (nt. 16), 750; ID. (nt. 14), 542; ID., *Il divieto del patto leonino*, in *Trattato sulle società di persone*, diretto da Busi-Preite, Torino, 2015, 386 ss., *ivi* a 401.

(19) Cass., 4 luglio 2018, n. 17498, in *Notariato*, 2018, 635, con nota di MAZZOLETTI, *Ancora sulla validità della put option con prezzo a consuntivo. Per un'applicazione moderna del divieto di patto leonino*; in *Giur. it.*, 2019, 366, con nota di PETRUZZI, *Opzioni put & call, finanziamento partecipativo e divieto del patto leonino*; in *Società*, 2019, 13, n. Busani, *È valida l'opzione put utile ad attrarre capitale di rischio*; in *Giur. comm.*, 2019, II, 276, con nota di PASSADOR, *Hic non sunt leones: la liceità dei patti parasociali di finanziamento partecipativo*; in questa *Rivista*, 2019, II, 70, con nota di DE LUCA, *Il socio « leone »*. Il revirement della cassazione su opzioni put a prezzo definito e divieto del patto leonino; in *Vita not.*, 2019, 880, con nota di PAPADIMITRIU, *Legittimità del diritto di opzione put nelle società azionarie*; in *Foro pad.*, 2018, I, 497, con nota di GIULIANO, *L'opzione put a prezzo concordato e patto leonino: la validità del patto parasociale alla luce degli interessi concretamente perseguiti*. Il precedente dichiaratamente non contraddetto, ma in realtà profondamente rivisto, è Cass., 29 ottobre 1994, n. 8927, in *Società*, 1995, 178, con nota di BATTI (nt. 17); in *Notariato*, 1995, 244, con nota di LA PORTA, *Patti parasociali e patto leonino*; in *Giur. comm.*, 1995, II, 478, con nota di CIAFFI (nt. 17); in *Vita not.*, 1995, 856; in *Nuova giur. civ.*, 1995, I, 1169, con nota di C. TEDESCHI (nt. 17).

(20) Oltre a taluni dei commenti citati alla nota precedente, cfr. SPOLIDORO, *Clausole put e divieto di società leonina*, in *Riv. soc.*, 2018, 1285, contestando che il divieto del patto leonino sia applicabile fuori dalle società personali. Sul punto v. anche RENNA, *Put option e divieto di patto leonino: tra meritevolezza degli interessi ed interpretazione evolutiva della norma*, in *Corr. giur.*, 2019, 238, nonché Osservatorio societario del consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Prato e Pistoia (Firenze, 2 marzo 2018), *Azioni riscattande, prezzo di vendita e patto leonino; Canoni interpretativi degli statuti societari e previsioni statutarie al riguardo; Diritto di prelazione nelle società a partecipazione pubblica; L'organo assembleare nella procedura di amministrazione straordinaria e Strumenti finanziari partecipativi e disciplina statutaria della incidenza delle perdite*, in *Riv. not.*, 2018, 671 e 871.

zione sociale dal punto di vista obiettivo. Nella sua più moderna accezione, il divieto del patto leonino, in relazione alla parte della norma che proibisce l'esenzione dalle perdite, mira ad impedire l'uso irresponsabile dei diritti sociali, mentre nella parte che afferma la necessaria partecipazione agli utili, preserva la causa attributiva dei conferimenti e, quindi, della partecipazione in società. Se ne trae che anche un patto extrasociale può determinare gli effetti che l'ordinamento intende vietare — non tutti gli ordinamenti, peraltro, considerano nullo il patto che sottrae taluni soci alle perdite (ad es., art. 32 *code des sociétés* belga) (21) — e la necessità quindi di rivedere almeno in parte il principio di diritto espresso dalla Cassazione. In questo senso, per valutare se un patto di esenzione dalle perdite collocato in un testo estraneo allo statuto contrasti o meno col divieto di patto leonino occorre guardare alla funzione del negozio nel quale il patto si colloca: quando il patto è stipulato nell'ambito di un riporto o di una cointeressenza impropria, pur se avente ad oggetto azioni di società, non è di per sé invalido. Potrebbe risultare invalido solo là dove al socio titolare dell'opzione *put* siano attribuiti poteri di concorso determinante alla gestione dell'impresa che questi possa esercitare in modo irresponsabile: poteri che, non a caso, la disciplina dell'associazione in partecipazione ha cura di escludere espressamente (art. 2552, comma 1°, c.c.) (22).

Ebbene, non è chi non veda come l'attribuzione di un diritto di recesso a prezzo definito in relazione non già alla consistenza patrimoniale effettiva della società, bensì alla frazione del capitale sociale corrispondente al valore nominale delle azioni, potrebbe porre un analogo problema di violazione del divieto del patto leonino. E, trattandosi di clausola statutaria e non parasociale, la stessa potrebbe essere censurata anche seguendo l'approccio più liberale adottato dalla giurisprudenza di legittimità.

Per potere valutare se la clausola di rimborso a valore nominale sia leonina — o meglio, date le circostanze, se faccia del socio recedente un agnello sacrificale della maggioranza — non si potrebbero tuttavia ignorare le altre caratteristiche delle azioni privilegiate. Da una parte, sicuramente non era esclusa la partecipazione delle azioni privilegiate agli utili della società, essendo anzi garantita in modo rafforzato. Dall'altra parte, lo statuto di CDP, attribuendo alle azioni privilegiate un privilegio nell'incidenza delle perdite, le sottraeva ad esse, quanto meno fino ad estinzione dell'intero valore del capitale rappresentato dalle azioni ordinarie (23): in mancanza del disposto dell'art. 2348, comma 2°, c.c., di violazione del patto leonino, allora, si sarebbe dovuto parlare addirittura in senso opposto. La questione che occorrerebbe affrontare, dunque, è se la clausola di rimborso al valore nominale, in sé considerata, possa giustificare l'esclusione di una delle due forme tipiche di conseguimento dell'utile (: l'appropriazione proporzionale del maggior valore del netto rispetto al capitale sociale), in considerazione delle altre due caratteristiche delle azioni privilegiate. La soluzione affermativa a tale questione avrebbe una sua concreta rilevanza nel caso di specie perché, se la ragione che impedisce di derogare l'art. 2437-ter c.c. si dovesse ravvisare nel fatto che,

(21) Per un'ampia analisi comparatistica, si v. di recente Giulia TERRANOVA, *Il divieto del patto leonino: un'analisi comparata alla luce della recente riforma del diritto belga*, in *Nuove leggi civ.*, 2020, 811.

(22) La tesi sintetizzata nel testo si legge compiutamente in DE LUCA (nt. 18), 81 ss.

(23) Estinzione, per la verità, alquanto improbabile perché, dovendosi per legge mantenere la maggioranza dei voti in capo alle azioni appartenenti allo Stato, i voti delle azioni speciali si sarebbero compressi di pari passo alle perdite (come se esistesse un tetto al voto *ex* art. 2351, comma 3, c.c.), a nulla rilevando l'ipotetica conseguita "maggioranza" sul capitale per effetto della imputazione delle perdite sul capitale rappresentato dalle azioni ordinarie. Anzi, nell'ipotesi estrema di estinzione di tutte le azioni ordinarie per effetto di perdite, CDP avrebbe dovuto necessariamente aumentare il capitale e destinarlo a reintegrazione della categoria delle azioni ordinarie, per evitare lo scioglimento conseguente, altrimenti, all'impossibilità di funzionamento dell'assemblea (art. 2484, comma 1°, n. 3), c.c.).

altrimenti, si determinerebbe una clausola leonina vietata, in taluni casi potrebbe, invece, risultare dimostrato che la deroga, in concreto, non realizza tale effetto. Sul punto torneremo nelle conclusioni.

4. Non può omettersi, a questo punto del ragionamento, qualche considerazione sulle ragioni per l'introduzione nello statuto di CDP della clausola che prevedeva, in caso di recesso degli azionisti privilegiati, la liquidazione delle azioni al valore nominale anziché a quello reale. La prospettiva che indusse i redattori dello statuto originario di CDP a prevedere la regola della liquidazione delle azioni a valore nominale è storicamente documentata. Quando il capitale fu determinato e le azioni emesse, unico azionista era il MEF. Su di esso tuttavia gravava il vincolo di collocare le azioni privilegiate in capo a sessantacinque fondazioni bancarie, facendole da queste acquistare. La vendita avvenne a prezzo imposto per provvedimento governativo, a dieci Euro ad azione, e cioè al valore nominale (24); ma il capitale della società, di 3,5 miliardi di Euro, non era pari al suo patrimonio netto. Se non altro, dato il significativo avviamento, le "prospettive reddituali" erano molto elevate, tant'è che dopo appena sette anni, al momento della conversione o recesso, il patrimonio netto venne stimato, per incarico degli amministratori, in 19 miliardi di Euro. Secondo la CTU svolta in giudizio il valore del patrimonio al momento del recesso poteva essere ancora superiore, compreso tra 19 e 21 miliardi. E, per curiosità, si può aggiungere che nell'esercizio 2019 CDP ha consolidato un patrimonio netto di 25 miliardi, anche grazie ad un utile netto consolidato di 3,4 miliardi di Euro (25).

Ebbene, ponendosi nella prospettiva dei redattori dello statuto di CDP, è agevole comprendere che la regola sulla liquidazione delle azioni privilegiate al valore nominale trovasse giustificazione proprio nel fatto che le fondazioni bancarie, resesi di esse acquirenti, non avevano concorso alla formazione dell'avviamento né a quello delle riserve esistenti al momento del loro ingresso nel capitale. La regola statutaria aveva dunque un doppio significato: *a*) consentire ai cessionari delle azioni privilegiate di entrare in modo consistente nel capitale di CDP, escludendo il pagamento del soprapprezzo altrimenti dovuto (26); *b*) non espropriare i titolari delle azioni ordinarie, e cioè il MEF, del valore d'avviamento e, quindi, delle riserve.

In questo senso, potrebbe escludersi la violazione dell'art. 2437-ter c.c. considerando appunto, come giustificativo della deroga, il fatto che i titolari di azioni privilegiate non hanno concorso alla formazione del valore di avviamento, né delle riserve.

5. Se il dato storico della vendita delle azioni a valore nominale spiega perfettamente le ragioni delle regole statutarie sulla liquidazione al medesimo valore e le rende comprensibili e, anzi, equilibrate, lo stesso però non dà di per sé certezza che la soluzione escogitata per impedire l'acquisto da parte delle fondazioni bancarie del diritto alle riserve sia anche risultata valida ed efficace. Efficacia che, non a caso, la sentenza in commento smentisce.

Seguendo la prospettiva opposta, infatti, si potrebbe osservare che la scelta storica, peraltro perfettamente consapevole, dell'azionista a suo tempo unico, di collocare

(24) La vicenda del collocamento delle partecipazioni privilegiate di CDP è l'oggetto di un dettagliato dossier parlamentare, di dominio pubblico: v. <https://leg16.camera.it/561?appro=609>. Ma v. anche per dettagliate informazioni Di Cecco (nt. 9), 280 s.

(25) <https://www.startmag.it/>, consultato il 30 aprile 2020.

(26) Come si discuterà nel testo in seguito, se le azioni privilegiate fossero state emesse in occasione di un aumento di capitale a pagamento, senza opzione per i soci preesistenti, l'art. 2441, comma 6°, c.c. avrebbe imposto la fissazione di un prezzo di emissione in proporzione al patrimonio netto. Non dunque un collocamento a valore nominale, ma con congruo sovrapprezzo, addirittura più volte multiplo del valor nominale.

un'ampia aliquota di capitale, pari al 30%, ad un prezzo incongruo rispetto al valore effettivo delle partecipazioni, attiene esclusivamente al piano negoziale e non può trovare correttivi su quello statutario, se questi correttivi non sono in sé legittimi. La vendita di azioni in un dato momento storico ad un certo prezzo, infatti, non può di per sé giustificare la sottrazione permanente di esse al diritto di concorrere alla formazione del netto, perché costituisce regolazione privata di interessi negoziali estranei a quelli dell'emittente (CDP), ma appunto intercorrente tra l'alienante (MEF) e l'acquirente (Fondazione).

Se è vero che l'art. 2441, comma 5°, c.c. vieta agli amministratori di fissare il prezzo di emissione di nuove azioni a pagamento al di sotto del valore reale, proprio per la tutela dei soci a non vedersi espropriati delle riserve già formate e facenti parte del valore reale delle azioni dagli stessi possedute, nulla invece vieta ai soci di incentivare i terzi alla sottoscrizione di nuovo capitale rinunciando al proprio diritto ad una quota di riserve per indurli a investire nuove risorse. E poiché, nel caso di specie, non si è trattato di aumento di capitale, ma di vendita il cui prezzo è stato determinato da un provvedimento governativo — e cioè di una volontà coincidente con quella del socio unico di CDP — se ne deve trarre che l'entità del prezzo in sé non potesse giustificare la permanenza in capo al MEF della parte di diritti che questo, implicitamente, non intendeva trasferire. Come è noto, una delle caratteristiche della partecipazione azionaria è quella di rendere inscindibili i diritti in essa incorporati, salvo che non siano costituiti diritti frazionari di usufrutto o pegno: il diritto alle riserve, quindi, non poteva essere mantenuto per via negoziale in capo al MEF. Né d'altronde la comprensione degli intenti del MEF imponeva sulle fondazioni acquirenti l'obbligo nei confronti di CDP di esercitare i diritti che le azioni loro conferivano solo nell'ampiezza che, in un'ottica di estrema buona fede, aveva formato oggetto di accordo con il MEF stesso.

Si aggiunga, al riguardo, la considerazione che gli statuti societari non si possono interpretare secondo la comune intenzione dei fondatori, né in base al loro comportamento anche successivo, ma solo letteralmente, sebbene con una lettura improntata alla buona fede oggettiva (27). Ciò significa che a CDP era precluso di giustificare la deroga all'art. 2437-ter c.c. adducendo che il suo socio originariamente unico, redattore storico dello statuto, avesse poi effettivamente ceduto le azioni privilegiate al valor nominale.

Non potendo avere spazio una interpretazione dello statuto tesa a giustificare la deroga all'art. 2437-ter c.c. con le sue motivazioni storiche, l'analisi giuridica deve quindi restare esclusivamente incentrata sulla legittimità della deroga.

6. Sul punto la sentenza — che si conferma non agevole da approvare o criticare, data la singolarità del caso che doveva risolvere — ha preso posizione nel senso che i criteri di liquidazione delle azioni non possano essere differenti a seconda che la causa

(27) Da ultimo v., al riguardo, Cass., 14 marzo 2016, n. 4967, in *Società*, 2016, 683, con nota di DE LUCA e NAPOLITANO, *Maggioranze rafforzate e principio di "autoprotezione". Note sull'interpretazione degli statuti secondo comune intenzione e buona fede*. Nel senso che non possa utilizzarsi il criterio della comune intenzione e del comportamento successivo, v. Cass., 27 giugno 2011, n. 14079; Cass., 19 maggio 2011, n. 10998; Cass., 23 maggio 2011, n. 11295; Cass., 22 ottobre 2014, n. 22343. In dottrina, v. STELLA RICHTER jr., *Forma e contenuto dell'atto costitutivo della società per azioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, I, 1, Torino, 2004, 301 ss.; BOVE, *Comportamento complessivo delle parti ed interpretazione degli statuti societari*, in *Dir. e giur.*, 2004, 170; e, a più riprese, ANGELICI, *Le basi contrattuali delle società per azioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, I, 1, Torino, 2004, 155 ss.; e già ID., *Appunti sull'interpretazione degli statuti di società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1993, I, 797; ID., *La costituzione della società per azioni*, in *Trattato Rescigno*, 16, II, Torino, 1985, 230 ss.; RIZZI, *Interpretazione del contratto e dello statuto societario*, Milano, 2002, 511 ss.; IBBA, *L'interpretazione degli statuti societari fra criteri oggettivi e criteri soggettivi*, in *Riv. dir. civ.*, 1995, I, 525; CORAPI, *Gli statuti di società per azioni*, Milano, 1971, 342 ss.

di recesso sia statutaria o legale. Si tratta di una conclusione largamente condivisa, sebbene non pacifica (28). La sentenza al riguardo motiva espressamente la propria decisione e lo fa in duplice senso: *da una parte* sostiene che l'inderogabilità dei criteri di cui all'art. 2437-ter c.c. non è il portato della norma che vieta di escludere o rendere più gravoso l'esercizio del recesso nei casi garantiti dalla legge (art. 2437, comma 5°, c.c.), perché una cosa è la sussistenza del diritto e altro è il modo in cui la legge, ove tale diritto per qualunque ragione sussista, ne prescrive l'esercizio (seconda massima); *dall'altra parte* osserva che il criterio di liquidazione al valore nominale non era limitato ai casi statuari di recesso previsti per le azioni privilegiate, ma avrebbe riguardato anche quelli legali, a conferma che il criterio di determinazione della quota di liquidazione è indifferente alla causa che legittima il recesso (terza massima) (29). Si può aggiungere che, verosimilmente per quest'ultima ragione, il Tribunale di Roma ha escluso potersi operare una riduzione teleologica della norma statutaria, che poteva invece risultare legittimata dal criterio dell'interpretazione conservatrice dell'art. 1367 c.c.

Condivisibile è anche l'affermazione, contenuta nella prima massima, secondo cui lo statuto di una società per azioni non può prevedere, *in generale*, che le azioni saranno rimborsate, in caso di recesso, al valore nominale e non a quello effettivo. Si pensi all'ipotesi, certamente peculiare, ma non assurda, di una delibera di trasformazione approvata con il voto favorevole del 50% del capitale, che costituisca maggioranza sufficiente, e di recesso dell'altro 50%. Nel caso di società con patrimonio netto superiore al capitale, l'applicazione della regola statutaria determinerebbe l'arricchimento dei soci non receduti (e probabilmente scoraggerebbe il recesso degli altri). Viceversa, nel caso di società con patrimonio netto inferiore al capitale (si pensi al caso non infrequente di trasformazione di una s.p.a. in s.r.l. per perdite incidenti sul minimo legale) la regola incoraggerebbe il recesso degli altri, per la prospettiva di una liquidazione senza il peso delle perdite che, tuttavia, aggraverebbe ulteriormente la posizione finanziaria, dovendosi procedere al rimborso con l'attivo residuo, già ridotto dalle perdite, e da ridursi ulteriormente in misura più che proporzionale al capitale da rimborsare.

(28) Potendosi, in contrario, osservare che il vincolo a non escludere o rendere più gravoso il recesso non vale per le cause statuarie, ma solo per quelle legali (art. 2437, comma 5°, c.c.). E v., per questo rilievo, CALANDRA BONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 291, *ivi* 316; DE NOVA, *Il diritto di recesso del socio di società per azioni come opzione di vendita*, in *Riv. dir. privato*, 2004, 329, *ivi* 334 s.; REVIGLIONE, *Il recesso nella società a responsabilità limitata*, Milano, 2008, 393 s.; SALVATORE, *Il « nuovo » diritto di recesso nelle società di capitali*, in *Contratto e impr.*, 2003, 629, *ivi* 638 s.

(29) Per la discussione delle questioni affrontate dal Tribunale, oltre agli scritti citati alla nota precedente, può farsi rinvio alla vastissima letteratura edita: v., senza pretesa di completezza, DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto societario*. Liber amicorum G.F. Campobasso, III, Torino, 2007, 217 ss.; FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*², Milano, 2009, 200 ss.; MAUGERI-FLEISCHER, *Problemi giuridici in tema di valutazione delle azioni del socio recedente: un confronto tra diritto tedesco e diritto italiano*, in *Riv. soc.*, 2013, 78; PACIELLO, *Il diritto di recesso nella s.p.a.: primi rilievi*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 417; ID., *Recesso da s.p.a., premio di maggioranza e sconto di minoranza*, *ivi*, 2013, II, 365; PISCITELLO, *Riflessioni sulla nuova disciplina del recesso nella società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2005, 518; ID., *« Valore di disinvestimento » e tutela del recedente nelle società per azioni*, *ivi*, 2015, 835; ID., in *Commentario Abbadessa-Portale*, Milano, 2016, 2527 ss.; PORTALE-DACCÒ, *Criteri e modalità « penalizzanti » per il recesso del socio di minoranza nella società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, 22; STELLA RICHTER JR., *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 389, *ivi* 400 s.; VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Riv. soc.*, 2005, 309; ID., *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Milano, 2012, 127 ss.

Proprio quest'ultima considerazione induce, tuttavia, a chiedersi se un effetto di questo genere possa reputarsi legittimo in presenza di azioni privilegiate nell'incidenza delle perdite: in questo caso, che peraltro ricorre in concreto, è proprio la clausola di postergazione a volere che le perdite della società gravino in misura più che proporzionale su certi soci, lasciando gli altri indenni. Per questa via si potrebbe probabilmente giustificare anche l'ammissibilità di un recesso a valore (non inferiore al) nominale, in deroga all'art. 2437-ter c.c.: ed infatti la deroga altro non sarebbe se non il portato dell'applicazione della clausola di postergazione, che fa sì che il valore effettivo delle azioni, nonostante le perdite subite dalla società, non sia inferiore al valore nominale.

La medesima considerazione lascia impregiudicata la questione se, invece, sia legittima la previsione del rimborso a valore (non superiore al) nominale — o, comunque, ad un valore diverso da quello derivante dalla matematica applicazione del rapporto tra valore nominale (delle azioni per le quali è esercitato il recesso) e capitale — anche in presenza di un patrimonio netto superiore al capitale. Sul punto è di rilievo la recentissima pronuncia della Cassazione in materia di determinazione del rapporto di cambio, in caso di fusione tra società di cui solo una possiede azioni di risparmio (30). La Corte ha ritenuto legittimo stabilire un rapporto di cambio diverso tra azioni ordinarie e di risparmio della incorporata, rispetto a quelle ordinarie della incorporante, perché il valore da attribuire alle azioni è dato non solo dal nominale, che è di necessità uguale per tutte (almeno in Italia), ma dipende dai diritti che l'azione attribuisce e che, quindi, influisce su quello di scambio. E se ciò è vero per il cambio delle azioni in caso di fusione, non può essere men vero per il caso di recesso: anche considerando che la fusione potrebbe costituire occasione proprio per il recesso: ad es., è causa di recesso la perdita della quotazione conseguente ad una fusione anche omogenea (art. 2437-quinquies c.c.); similmente, la fusione di una s.r.l. in altra società è di per sé causa di recesso (art. 2473, comma 1°, c.c.). Come è stato osservato, quindi, la pronuncia della Suprema Corte induce a ritenere che le azioni di diversa categoria non solo possono avere tra loro diverso valore di scambio, ma anche diverso valore reale e, quindi, di rimborso in caso di liquidazione o di recesso (31).

Al proposito rileva la norma che stabilisce l'eguaglianza di tutte le azioni nel concorso agli utili e alla quota di liquidazione, ma che fa salvi i diritti stabiliti a favore di speciali categorie di azioni (art. 2350 c.c.). Poiché è pacifico che i diritti stabiliti a favore di particolari categorie di azioni possono essere sia superiori sia inferiori rispetto a quelli previsti, in difetto di disposizione statutaria, dalla legge, potrebbe anche darsi un'azione antiprivilegiata nella ripartizione finale dell'attivo. Non diverse considerazioni dovrebbero allora valere per la valorizzazione della quota in caso di recesso, non potendo i criteri per la determinazione di essa porre limitazioni diverse da quelle che valgono per l'attribuzione della quota di ripartizione finale dell'attivo: non a caso, medesima regola di ripartizione era prevista — mantenendo peraltro il privilegio preferenziale delle azioni privilegiate per l'ipotesi di risorse insufficienti — in caso di liquidazione dell'attivo prima che le azioni privilegiate si fossero automaticamente convertite (art. 31, comma 2, Statuto CDP).

(30) Cass., 20 aprile 2020, n. 7920, in *Foro it.*, 2020, I, 910, con nota di DE LUCA, *Fusione, concambio e sorte delle azioni di risparmio*; nonché di prossima pubblicazione in questa *Rivista*, con nota di CARUSO.

(31) Sia permesso rinvio a DE LUCA (nt. 29). Sul punto si segnala anche la compiuta indagine in materia di s.r.l. di SPERANZIN, *Criteri di liquidazione della partecipazione nel caso di recesso da s.r.l. e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, 878, ivi 888 ss. il quale — menzionando un precedente inedito di tenore opposto, Trib. Como, 3 luglio 2009, *ined.* — giunge alla conclusione, pur se limitata alle s.r.l., che sia possibile sia prevedere criteri di liquidazione in caso di recesso migliorativi per i soci, sia anche peggiorativi, purché non inferiori al valore netto contabile (896 s.).

Pur non potendosi approfondire il punto in questa sede, peraltro scarsamente trattato in letteratura (32), appare tuttavia che il parametro di valutazione della validità di una clausola del genere debba essere — come anticipato — il divieto di pattuizioni leonine, soprattutto nella parte in cui vieta l'esclusione di taluno dei soci dagli (o — il che è lo stesso — l'integrale attribuzione ad altri soci degli) utili, tanto nella accezione di dividendi, quanto di quota finale di liquidazione. La questione deve allora porsi nei seguenti termini:

a) se si ritiene che l'attribuzione di un diritto garantito agli utili possa legittimamente giustificare sia la sottrazione alle perdite, sia quella agli eventuali incrementi del netto in sede di liquidazione finale, dovrà considerarsi legittima anche la deroga ai criteri dell'art. 2437-ter c.c., e quindi la clausola di liquidazione a valore nominale (a scapito dell'azionista) (33);

b) viceversa, qualora si ritenga che il diritto a concorrere agli incrementi del netto in sede di liquidazione finale è indipendente da quello ai dividendi, pur se garantito e maggiorato *durante societate*, o dalla sottrazione al concorso delle perdite, si trarrà allora la conferma che l'art. 2437-ter c.c. non tollera deroghe *in peius*. Al riguardo, va espressa preferenza per la prima soluzione, soprattutto se si ammettono le azioni speciali "a tempo" o "autoestinguibili" (34). Appare infatti ingiustificato sul

(32) Sul punto la norma dell'art. 2350 c.c. è poco studiata, giacché non è stata mai modificata dal 1942. È dominante l'orientamento che nega all'autonomia statutaria — a ragione del divieto del patto leonino — di escludere del tutto il diritto alla ripartizione finale dell'attivo, o comunque compressioni tanto radicali da annullarlo (cfr. B. VISENTINI, voce *Azioni di società*, in *Enc. dir.*, III, Milano, 1959, 987; DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, Milano, 1981, 76, 110 ss.; BIONE, *Le azioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, 2**, Torino, 1991, 57, nt. 37; ANGELICI, *Le azioni*, in *Commentario Schlesinger*, Milano, 1992, 127; F. MARTORANO, *sub art. 2350*, ne *La riforma Sandulli-Santoro*, II.1, Torino, 2003, 143; STAGNO D'ALCONTRES, *sub art. 2350*, in *Commentario Niccolini-Stagno d'Alcontres*, Napoli, 2004, 293 ss.). Il tema è stato studiato in tempi più recenti da U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, Napoli, 2005, 73 s., con soluzioni più permissive; e SFAMENI, *Azioni di categoria* (nt. 3), 127 ss., il quale invece afferma che una clausola configurata come esclusione in astratto del diritto a partecipare al riparto finale in sede di liquidazione dovrebbe considerarsi, prima che contraria al divieto di patto leonino, incompatibile con il tipo azionario.

(33) SFAMENI, *Azioni di categoria* (nt. 3), 127 ss., senza affrontare il problema alla nostra attenzione, risolve tuttavia favorevolmente quello posto dalla ipotesi di attribuzione di azioni non proporzionale ai conferimenti, ritenendo che, in questo caso, coloro che hanno conferito più di quanto ricevuto, potrebbero avere interesse a recuperare in sede di liquidazione, finale o *durante societate*, il valore del conferimento effettivo; il che impone appunto la compressione del diritto degli azionisti che hanno ricevuto azioni in modo più che proporzionale ai conferimenti. Si deve osservare, tuttavia, che il presupposto perché possa operare questo correttivo è che le azioni di coloro che hanno conferito meno di quanto hanno ottenuto in termini di partecipazione al capitale costituiscano categoria diversa da quelle cui spetta un diritto maggiorato alla quota di liquidazione. Il caso di specie, in effetti, avrebbe confortato questa impostazione.

(34) Si segnala al riguardo la *Massima* n. 190 del Consiglio Notarile di Milano, del 16 giugno 2020 (diffusa quando il presente scritto era già in bozze), secondo cui: «sono legittime le clausole statutarie di s.p.a. o s.r.l. che prevedono l'automatica estinzione di azioni o quote al decorso di un termine o al verificarsi di una condizione non meramente potestativa - ivi compreso il conseguimento di un ammontare complessivo di utili calcolati nel corso del tempo, a decorrere da un determinato momento - anche senza alcun diritto di liquidazione a favore del titolare delle azioni o quote medesime. Se si tratta di azioni senza indicazione del valore nominale o di quote di s.r.l., e non viene previsto alcun diritto di liquidazione a favore del loro titolare, l'estinzione delle azioni o quote avviene automaticamente, senza limite alcuno e senza modificazione dell'ammontare del capitale sociale (fatta salva la modificazione statutaria concernente il numero delle azioni in circolazione, che dà luogo all'obbligo di deposito dello statuto sociale aggiornato, ai sensi dell'art. 2436, comma 6°, c.c., a cura degli amministratori). Se si tratta di azioni con indicazione del valore nominale, l'estinzione delle azioni comporta o la riduzione del capitale sociale, subordinatamente al rispetto dell'art. 2445 c.c., o l'incremento del valore nominale di tutte le altre azioni, con gli

piano economico e giuridico sostenere che i principi dell'equa valorizzazione in sede di recesso non possano trovare adeguamento neppure per risultare conformi alle caratteristiche che, legittimamente, sono state assegnate alle varie categorie di azioni emesse da una società per azioni. In questo senso, se è disponibile il diritto alla quota di liquidazione non può non esserlo, nella stessa misura e con medesimi criteri, quello al rimborso *durante societate*.

Per completezza va segnalato come il disallineamento tra diritto ai dividendi e diritto alla quota di liquidazione sia rilevante e richieda particolare considerazione in caso di usufrutto di azioni (35). Al riguardo si deve, infatti, ritenere che, mentre agli usufruttuari spetta sempre di concorrere ai dividendi distribuiti con esclusione dei nudi proprietari, viceversa, agli stessi non compete di appropriarsi delle quote di netto già accumulate e, quindi, distribuite successivamente, sotto forma di dividendi. Agli stessi usufruttuari spettano invece gli utili tesaurizzati successivamente, ove mai distribuiti (36). La considerazione avvalorata la tesi secondo cui le azioni privilegiate, acquistate dagli azionisti che non hanno concorso alla formazione del netto già accumulato al momento della loro emissione, possono risultare sfortunate del diritto a concorrere alla quota di liquidazione di tali valori patrimoniali, senza che ciò escluda l'applicazione del principio di equa valorizzazione di cui all'art. 2437-ter c.c. Si tratterebbe, infondo, di una soluzione di effetto equivalente all'emissione (implicita) di azioni di godimento in favore dei titolari di azioni ordinarie, per mantenere solo in capo ad essi il valore delle riserve già esistenti (37).

Il medesimo ragionamento suggerisce, tuttavia, che difficilmente potrebbe giustificarsi una previsione statutaria che, non solo si limitasse a riconoscere agli azionisti ordinari il diritto esclusivo di concorrere sulle riserve già tesaurizzate, ma che loro

eventuali arrotondamenti ove necessari. Se l'estinzione delle azioni o quote dà luogo a un diritto di liquidazione in denaro o in natura a favore dei rispettivi titolari, l'esecuzione della liquidazione è subordinata al rispetto delle norme che disciplinano le distribuzioni ai soci, in dipendenza della natura e della composizione delle voci del patrimonio netto della società» (enfasi aggiunta). Il punto enfatizzato, ammettendo l'esclusione del rimborso, avvalorata la tesi della possibilità di rimborso al nominale.

(35) Da ultimo v. BARTALENA, *Pegno ed usufrutto di azioni*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011, 101 ss. e BRIOLINI, *sub art. 2352*, in *Commentario Abbadessa-Portale*, Milano, 2016, 475.

(36) Impostazione parzialmente diversa e non condivisibile segue il Cons. Not. Triveneto, *Orientamento H.I.27* — (usufrutto sulle azioni — diritto agli utili e alla distribuzione di riserve — 1° pubbl. 9/17 — motivato 9/17) osservando che gli usufruttuari avrebbero diritto ai soli dividendi deliberati e non a quelli tesaurizzati (senza la distinzione operata nel testo per le riserve già accumulate) che, se distribuiti successivamente, andrebbero comunque ai nudi proprietari. Le ragioni del dissenso sono evidenti: l'usufruttuario dell'albero da frutta ha diritto non solo ai frutti che cadono spontaneamente, ma anche a quelli che rimangono sull'albero. Il fatto che la distribuzione di dividendi spetti all'assemblea non legittima una condotta opportunistica per la quale si delibera l'integrale imputazione a riserva degli utili di un dato esercizio in modo che, distribuiti l'anno successivo, di questi si approprieranno i nudi proprietari. Non è dunque questo il caso in cui deve applicarsi l'art. 1000 c.c. (come invece ritengono i notai delle Tre Venezie). L'applicazione dell'art. 1000 c.c. si esige in tutti i casi in cui gli utili (o le riserve) vengono imputati a capitale: questi, infatti, si sottraggono alla distribuzione, ma gli usufruttuari non possono reclamarne l'attribuzione in proprietà, bensì solo l'estensione dell'usufrutto.

(37) Come si nota nel testo, il meccanismo di valorizzazione delle azioni privilegiate in sede di conversione o di *exit* si profila come più forte rispetto all'attribuzione agli azionisti ordinari di azioni di godimento, rappresentative appunto delle riserve preesistenti: ed infatti l'effetto della previsione relativa all'esclusione permanente delle azioni privilegiate dagli incrementi del netto, determina l'attribuzione solo agli azionisti titolari di azioni ordinarie, in caso di liquidazione del patrimonio, di tutto il valore di liquidazione eccedente il capitale sociale rimborsato, anche di quello ipoteticamente formato dopo l'emissione delle azioni privilegiate.

riservasse anche il diritto esclusivo ai successivi accrescimenti del netto: in questo senso, sebbene la Sentenza affermi che non era stata espressamente censurata in giudizio, appare difficile riconoscere la validità della clausola che, vincolando alla restituzione degli utili eccedentari rispetto all'utile preferenziale, finiva per negare il diritto all'accrescimento successivo del netto, distribuito o tesaurizzato, che invece non poteva non spettare *pro quota* anche alle azioni privilegiate, *se azioni esse sono*. E al riguardo — come già osservato — non poteva trovare riconoscimento l'ipotetica “simulazione” di titoli intrinsecamente obbligazionari con la veste di titoli azionari: una volta emessi a fronte di apporti imputati a capitale, le azioni privilegiate non potevano avere altra natura che quella azionaria, con la conseguenza che la disciplina inderogabile di queste doveva essere applicata.

NICOLA DE LUCA

Abstract

Il Tribunale di Roma afferma che in una società per azioni non è consentito derogare al criterio di legge di determinazione del valore di recesso delle azioni, e prevedere che ai soci recedenti spetti una somma pari alla frazione di capitale sociale corrispondente alle azioni. Infatti, il criterio di legge, che esige la valutazione al valore effettivo, non può essere derogato in senso peggiorativo per gli azionisti, a nulla rilevando che ciò possa costituire, inoltre, un disincentivo all'esercizio del recesso. La nota di commento si sofferma in particolare sulle peculiarità del caso, dovute all'emissione di azioni privilegiate, automaticamente convertibili in ordinarie a data fissa, con un privilegio consistente in un dividendo garantito e nell'esenzione dal concorso alle perdite. Per l'analisi della sentenza viene ricordato il nuovo corso della giurisprudenza in materia di divieto del patto leonino ed esaminate le ragioni che potrebbero giustificare una clausola di rimborso di azioni a valore nominale, senza tuttavia potersi ammettere un'equiparazione alle obbligazioni.

The District Court, Rome, holds that, in case of withdrawal of shareholders from a company, the shares must be reimbursed at their real value, not at nominal value, this being the mandatory criterion set out by the law. The legal criterion may not be derogated by the company's constitutional documents in a way that negatively affects the shareholders, not only (but also) because it would hinder the ability of shareholders to fully enjoy of the right of withdrawal (exit). The comment explains the peculiarity of the case, where a company had issued preferred shares to be automatically converted into common ones at fixed expiry date, unless the shareholders would prefer to withdraw: the preference rights of such shares consisted in minimum granted dividends to be paid annually and in the timely exemption from losses (a seniority privilege). The decision is further analysed in relation to the new trend of the Supreme Court concerning leonine clauses and pointing out the reasons for introducing a clause permitting the reimbursement of shares at nominal value, which, however, cannot make shares equivalent to debentures or corporate bonds.