

BANCA D'ITALIA

Quaderni di ricerca giuridica

della Consulenza legale

**Prospettive di riforma del
diritto di recesso dalle società di capitali:
fondamento e limiti dell'autonomia statutaria**

di Stefano Capiello



Numero 54 - Luglio 2001

All'analisi economica e tecnica, sulla quale si basa l'azione che la Banca d'Italia svolge come banca centrale e organo di vigilanza, si accompagna, con crescente impegno, quella giuridica dei fenomeni creditizi e monetari e, più in generale, dei profili istituzionali dell'attività economica.

All'interno dell'Istituto è attribuito alla Consulenza Legale, accanto alle funzioni contenziosa e consultiva, il compito di svolgere indagini e ricerche in materia giuridico-bancaria.

I "Quaderni di ricerca giuridica" intendono essere, nell'ambito della Banca d'Italia e del sistema bancario, strumento di diffusione di lavori prodotti prevalentemente da appartenenti alla Consulenza Legale e originati da ricerche di specifico interesse per l'Istituto.

I "Quaderni" riflettono esclusivamente le opinioni dei singoli autori e non intendono, quindi, rappresentare posizioni ufficiali della Banca d'Italia.

Comitato di coordinamento:

VINCENZO CATAPANO, SERGIO LUCIANI, PAOLO ZAMBONI GARAVELLI.

**Prospettive di riforma del
diritto di recesso dalle società di capitali:
fondamento e limiti dell'autonomia statutaria**

di Stefano Capiello

Numero 54 - Luglio 2001

INDICE

	Pag.
1. Il “diritto di recesso” nell’ordinamento italiano: diritto vivente e iniziative legislative di riforma	9
2. Piano dell’indagine	14
3. La funzione economica del “diritto al disinvestimento” e suo diverso rilievo nelle società non quotate e nelle società quotate	15
3.1 Cenni sull’indagine storica	22
4. I costi	23
4.1 La valutazione, nelle società quotate e nelle società non quotate	25
5. Autonomia statutaria, tutela dei creditori e interesse generale alla conservazione dell’impresa sociale	28
5.1 La tutela dei creditori	29
5.2 Il <i>favor</i> per la conservazione dell’impresa sociale	32
6. Libera contrattazione e norme dispositive nelle società “chiuse” e nelle società “aperte”	33
6.1 Società “chiuse”	34
6.1.1 Il diritto al disinvestimento per “giusta causa”	38
6.2 Società “aperte”	41
6.2.1 Società quotate	43
7. Considerazioni conclusive	44

1. Il “diritto di recesso” nell’ordinamento italiano: diritto vivente e iniziative legislative di riforma

Nel saggio *Exit, Voice and Loyalty*, Albert O. Hirschman osservava come in ogni organizzazione collettiva i consociati, laddove non condividano le scelte compiute dalla struttura alla quale appartengono, dispongono in astratto di strumenti di reazione che sono sostanzialmente riconducibili a due principali paradigmi di condotta: la manifestazione del proprio dissenso (la *voice*) ovvero l’abbandono dell’organizzazione (l’*exit*) (1). L’attenzione veniva dedicata in tale lavoro all’analisi comparata delle due opzioni ed alla loro interazione. In particolare, l’Autore metteva in luce come il grado di efficienza e di efficacia di ciascuna delle due opzioni, e delle possibili combinazioni tra esse, non sia definibile aprioristicamente e in termini assoluti ma, piuttosto, risulti strettamente legato alle specificità (strutturali, funzionali, di contesto operativo) dell’organizzazione di volta in volta presa in considerazione. Come lo stesso Hirschman asseriva, anche nelle società di capitali il socio che non condivida le scelte operative od organizzative della società in cui partecipa ha di fronte a sé l’alternativa tra il ricorso alla *voice* (vale a dire la permanenza nella struttura e l’esperimento di rimedi, formali e informali, a carattere inibitorio/invalidante o risarcitorio) ovvero all’*exit* (la liquidazione, in tutto o in parte, del proprio investimento nel capitale di rischio della società). Quest’ultima opzione si concretizza il più delle volte nella cessione sul mercato (*i.e.* uno scambio volontario) della partecipazione. Tuttavia, in una pluralità di ordinamenti nazionali le legislazioni societarie prevedono (ovvero consentono all’autonomia statutaria di prevedere) che, al ricorrere di determinati presupposti, sia riconosciuta al socio la possibilità di liquidare la propria partecipazione attraverso procedimenti alternativi alla cessione sul mercato. Tale facoltà, che si potrebbe definire come un “diritto al disinvestimento” del socio (2), viene assicurata, nei diversi ordinamenti, con strumenti giuridici che si presentano fortemente eterogenei sotto il profilo strutturale: in alcuni casi, al ricorrere di presupposti oggettivi, viene fatto gravare su un determinato socio o gruppo di soci (3) l’onere di acquistare la partecipazione del socio uscente, mentre in altri è la società stessa a dover sopportare il costo dell’egresso del soggetto in questione;

(1) A.O. HIRSCHMAN, *Exit, voice and loyalty*, Harvard, 1970 (trad. it. *Lealtà, defezione e protesta: rime- di alla crisi delle imprese, dei partiti, dello Stato*, Milano, 1982).

(2) Si utilizza qui la locuzione “diritto al disinvestimento” senza alcuna pretesa di tecnicità, con il semplice significato di “interesse giuridicamente tutelato alla liquidazione” dell’investimento effettuato, volendo solamente sottolineare la ricorrenza in ciascun ordinamento societario nazionale di fattispecie che condividono il medesimo profilo funzionale, a prescindere dalle specificità strutturali di ciascuna di esse. Definisce il diritto di recesso come un “diritto al disinvestimento” G. FERRI JR., *Investimento e conferimento*, Milano, 2001, p. 157.

(3) A titolo di esempio si può citare la Francia, dove il Regolamento del *Conseil des Marchés Financiers* (CMF) prevede che quando una s.p.a. quotata sia trasformata in s.a.p.a. il socio che controllava la s.p.a. o i soci accomandatari debbano lanciare un o.p.a. totalitaria (art. 5.6.5). L’art. 5.6.6. del medesimo regolamento dispone inoltre che il socio di controllo debba previamente comunicare al CMF l’intenzione di procedere ad una modifica significativa dello statuto nonché ad operazioni che, pur non riflettendosi sullo statuto, abbiano comunque particolare rilevanza (per un esempio, si pensi al trasferimento di parte rilevante degli *assets*). Il CMF decide, valutando gli interessi degli azionisti di minoranza nel caso concreto, se l’azionista di riferimento debba o meno lanciare un’o.p.a. totalitaria.

Anche in Spagna il soggetto passivo del “diritto al disinvestimento” può essere il socio che abbia acquisito il controllo (individuato nel 50%+1 del capitale) di una s.p.a. quotata, il quale è tenuto - salvo specifiche eccezioni - a lanciare un’o.p.a. sulle quote dei soci minoritari allorquando intenda far deliberare, per la prima volta dall’acquisizione del controllo, una modifica statutaria (v. art. 5 del *Real Decreto* 1997/1991).

Per un’analisi volta ad evidenziare analogie e differenze tra recesso e o.p.a. nei diversi ordinamenti v. F. ANNUNZIATA, *Opa residuale obbligatoria, diritto di recesso e tecniche di composizione dei conflitti nelle società per azioni*, in D. Corapi (a cura di), *Saggi di diritto commerciale europeo*, Napoli, 1995, p. 127 ss.

per quanto concerne poi la definizione degli eventi che legittimano l'esercizio di detto diritto e la determinazione del valore della partecipazione al quale lo stesso si riferisce, si registra una netta distinzione tra fattispecie analiticamente definite *ex ante* dalla norma ed ipotesi in cui è invece rimesso al discrezionale apprezzamento del giudice l'accertamento *ex post*, sulla base di un criterio di valutazione indicato dal legislatore (una clausola generale), della sussistenza nel caso concreto dei presupposti che integrano il diritto in questione nonché del valore della partecipazione del socio uscente (4).

Lo stesso ordinamento societario italiano conosce modelli di disciplina diversi per quelle fattispecie legali – alcune concernenti le sole società quotate, altre estese a tutte le società di capitali – nelle quali trova riconoscimento l'“interesse al disinvestimento” (5) del singolo socio.

Nel caso dell'o.p.a. residuale prevista dall'art. 108 t.u.f. il legislatore impone al socio che detenga una partecipazione superiore al 90% l'obbligo di offrire ai rimanenti soci l'opzione di uscita ad un prezzo (6) tale da tenere questi ultimi indenni, almeno in parte, dal deprezzamento che la partecipazione ha subito a causa del venire meno di una caratteristica (: la “liquidità” derivante dalla presenza di un adeguato “flottante” sul mercato) sulla base del quale gli stessi di regola decidono di investire nel capitale di rischio di una società quotata (7).

Ancora sul socio, allorché venga a detenere una partecipazione con diritto di voto superiore alla soglia del 30%, grava ai sensi dell'art. 106 t.u.f. l'obbligo (8) di assicurare

(4) Sul recesso “per giusta causa” v. *infra* par. 6.1.1.

(5) Sul tema dell'esatta qualificazione giuridica dell'interesse del singolo socio al disinvestimento nell'ambito della fattispecie dell'o.p.a. obbligatoria va richiamata una recente decisione del Tribunale di Milano (Trib. Milano, 20 marzo 2000, in *Società*, 2000, p. 1357 ss.), il quale, con riferimento alla legge n. 149/1992 (ora abrogata dal t.u.f.), ha escluso che all'obbligo legale di o.p.a. “corrisponda anche un diritto soggettivo del singolo azionista al lancio dell'OPA” azionabile in caso di inadempimento da parte del soggetto passivo, in quanto non sarebbe “ravvisabile nel contesto normativo alcun potere dell'azionista di imporre l'OPA a colui che si rifiuta di lanciarla”. In posizione parzialmente critica rispetto a detta conclusione si esprime P. DE GIOIA-CARABELLESE (*ivi*, pp. 1363 ss.), il quale ritiene che il maggiore dettaglio del legislatore del t.u.f. rispetto a quello della legge 149/1992 abbia portato ad un definizione della fattispecie e della disciplina prevista dall'art. 106 t.u.f. tale da far “ritenere sussistente, in capo all'azionista che lamentasse la pretermissione dell'OPA, un diritto soggettivo, perfetto e determinato nei suoi elementi, alla stipula di un atto negoziale di trasferimento dei titoli, cui il superamento della soglia si riferisce”. Diritto che, secondo l'A. in parola, consentirebbe al suo titolare “finanche di ricorrere all'esecuzione in forma specifica (art. 2392 c.c.)”. A prescindere dalla condivisibilità o meno di tali considerazioni, v'è peraltro da precisare che la maggiore genericità (riguardo sia il prezzo sia i presupposti oggettivi: v. art. 50 del Regolamento Consob sugli emittenti) della fattispecie dell'o.p.a. residuale portata dall'art. 108 t.u.f. potrebbe in tal caso indurre a ritenere sussistente in capo al singolo azionista solo un interesse giuridicamente qualificato, ma non direttamente azionabile, all'osservanza della norma.

(6) L'art. 50 del Regolamento Consob in materia di emittenti statuisce che “la Consob nella determinazione del prezzo di offerta tiene conto, tra l'altro, dei seguenti elementi: a) corrispettivo di un'eventuale offerta pubblica precedente; b) prezzo medio ponderato di mercato dell'ultimo semestre; c) patrimonio netto rettificato a valore corrente dell'emittente; d) andamento e prospettive reddituali dell'emittente”.

(7) V. più nel dettaglio R. D'AMBROSIO, *Offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, in *Il testo Unico della intermediazione finanziaria*, Commentario a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, p. 609; S. PROVIDENTI, *Art. 108, Offerte pubblico di acquisto residuale*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria* a cura di G. Alpa-F. Capriglione, II, Padova, 1998, p. 1002.

(8) Salvo le eccezioni previste dalla stessa normativa primaria e dalla regolamentazione secondaria emanata ai sensi della prima.

mediante o.p.a. la possibilità di *exit* ai soci che non “gradiscano” la modifica dell’originario assetto di controllo della società (9).

Nelle rimanenti ipotesi in cui il nostro ordinamento prevede “un’opzione di uscita” alternativa al mercato, è invece la società stessa, con il proprio patrimonio, a dover garantire al socio la possibilità di liquidare l’investimento effettuato nel capitale di rischio. Trattasi dei casi in cui l’ordinamento attribuisce il “diritto di recesso”, vale a dire il diritto del socio di ottenere dalla società il rimborso delle proprie azioni sulla base di criteri di calcolo determinati dalla legge, laddove dissenta (10) dalla modifica di alcuni elementi che sono in tal modo elevati dal legislatore al rango di presupposti della partecipazione (e dell’investimento ad essa sotteso) (11) nella organizzazione societaria (12).

Ad oggi, il diritto di recesso costituisce una fattispecie di rilievo del tutto marginale nella prassi societaria italiana (13); ciò in conseguenza sia della disciplina dettata dal legislatore, sia della penalizzante interpretazione fornita rispetto ad essa dalla dottrina e giurisprudenza.

(9) Mediante la disciplina dell’o.p.a. obbligatoria, il legislatore ha inteso proteggere le minoranze dal rischio di trasferimenti “inefficienti” del controllo: cfr., tra gli altri, F. CANNELLA, *Offerta pubblica di acquisto totalitaria*, in P. Marchetti e L.A. Bianchi (a cura di), *La disciplina delle società quotate*, Commentario, Milano, 1999, p. 324 ss.; G. CANNIZZARO, *Offerta pubblica di acquisto totalitaria*, in *Commentario al Testo Unico*, cit., II, Padova, 1998, p. 980 ss.; L. ENRIQUES, *Trasferimento del controllo e offerte pubbliche di acquisto*, ed. provv., Bologna, 2000, p. 16 ss., p. 66; B. LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999, p. 177 ss. Occorre peraltro sottolineare come non sia estraneo alla disciplina positiva considerata anche l’obiettivo della “parità di trattamento” tra gli azionisti: a tale conclusione si giunge osservando come l’obbligo di offerta scatti, ai sensi dell’art. 106 t.u.f., solo nel caso in cui il superamento della soglia avvenga in seguito ad acquisti “a titolo oneroso”, non quindi per acquisti a “titolo gratuito” (v. sul punto le considerazioni di L. ENRIQUES, *Le o.p.a. preventive nel Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria: un primo commento*, in *Giur. comm.*, 1999, I, p. 165), distinzione quest’ultima che non è invece richiamata per l’o.p.a. residuale prevista dall’art. 109 t.u.f.

(10) La dottrina appare concorde nell’affermare che il socio assente (che non abbia cioè partecipato all’assemblea che ha deliberato il cambiamento) sia legittimato ad esprimere il proprio dissenso tramite il recesso, mentre risulta divisa sulla questione della legittimazione al recesso da parte del socio astenuto cfr., di recente, in senso affermativo D. GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000, p. 159 ss. ove ampi riferimenti bibliografici, e M. NOTARI, *Diritto di recesso in caso di fusioni e scissioni*, in P. Marchetti e L.A. Bianchi (a cura di), *La disciplina delle società quotate*, cit., p. 1128.

(11) Per un completo inquadramento della disciplina societaria “come disciplina di un investimento, di un’operazione, cioè, che prende le mosse da una spesa, il conferimento appunto, e si conclude con un risultato: spesa e risultato che appunto rappresentano il momento dell’investimento e, rispettivamente, del *disinvestimento*” v. G. FERRI JR., *Investimento e conferimento*, cit., *passim*.

(12) Oltre che nei casi previsti dall’art. 2437 c.c. (“cambiamento dell’oggetto sociale, mutamento del tipo di società, trasferimento della sede all’estero”), il recesso è previsto anche dall’art. 131 t.u.f., con riferimento a fusioni o scissioni di società quotata che comportino l’assegnazione di azioni non quotate (sul fondamento della fattispecie v. M. NOTARI, *op. loc. cit.*), e dall’ultimo comma dell’art. 2343 c.c., per l’ipotesi in cui il socio abbia conferito beni in natura che risultino, in sede di revisione, stimati in misura inferiore di oltre un quinto rispetto al valore a cui avvenne il conferimento (v. A. PISANI MASSAMORMILE, *I conferimenti nelle società per azioni*, in *Il codice civile*, Commentario diretto da P. Schlesinger, Milano, 1994, p. 188 ss.; controversa in quest’ultimo caso è la possibilità di fare ricorso ai criteri di valutazione di cui all’art. 2437 c.c., cfr. *Id.*, *op. loc. cit.*; D. GALLETTI, *Il recesso*, cit., p. 426 ss.). Per la legittimità di un’estensione per analogia dei casi di applicazione del diritto di recesso, v. di recente, D. GALLETTI, *Il recesso*, cit., p. 304 ss.

(13) Il giudizio sull’ineffettività dell’istituto nell’ordinamento vigente si basa non sulla constatazione del ridotto numero di casi di egresso dalla società che si registrano nella prassi bensì sull’osservazione, difficilmente controvertibile, che in conseguenza della disciplina codicistica la sussistenza di un diritto di recesso non svolge alcuna funzione di incentivo sulle decisioni di investimento dei soci nella società né condiziona in alcun modo le determinazioni della maggioranza in ordine alle modifiche statutarie che legittimano l’esercizio di tale diritto da parte dei soci dissenzienti (sulla funzione del recesso v. *infra* par. 3).

La legislazione prevede infatti che il recesso sia azionabile solo rispetto ad un ristretto novero di modifiche societarie ed indica un criterio di rimborso che, specie per le società non quotate, si rivela manifestamente inadeguato a rispecchiare l'effettivo valore della partecipazione per la quale il socio eserciti il recesso (14).

D'altro canto la giurisprudenza (15) e parte della dottrina (16) escludono, nel silenzio della legge sul punto (17), che lo statuto possa contemplare ipotesi di recesso ulteriori rispetto a quelle previste dalla legge ovvero possa stabilire criteri di rimborso più rispondenti - rispetto a quelli indicati dalla legge - agli interessi patrimoniali dei soci recedenti (18). L'asserita tassatività della normativa deriverebbe, secondo l'orientamento in questione, da considerazioni di carattere sistematico che possono essere ricondotte sostanzialmente a due distinti approcci concettuali.

Un primo orientamento sottolinea come l'effetto "disgregante" che il recesso produce sull'assetto patrimoniale e finanziario della società rappresenti una minaccia per l'integri-

(14) Molteplici e infruttuosi sono stati i tentativi della dottrina di individuare un correttivo alla lettera della norma idoneo ad evitare il pregiudizio economico che di regola grava sul socio recedente da una società non quotata, cfr. al riguardo la rassegna di dottrina e giurisprudenza di C. GANDINI, *Modificazioni dell'atto costitutivo nelle società di capitali: recesso, aumento di capitale e diritto di opzione*, in *Giur. comm.*, 1988, II, p. 729. Più diffusamente sul profilo della valutazione vedasi *infra*, par. 4.1, testo e note.

(15) Cfr. la rassegna di giurisprudenza di C. GANDINI, *op. cit.*, p. 728 e, più di recente, Cass., 20 settembre 1995, n. 9975, in *Giur. it.*, 1996, I, 1, c. 164; App. Milano, 13 ottobre 2000, in *Società*, 2001, p. 307; Trib. Milano, 2 maggio 1996, in *Foro it.*, 1998, I, c. 262; Trib. Como, 11 ottobre 1993, in *Società*, 1994, p. 248; Trib. Milano, 9 settembre 1991, in *Riv. dir. comm.*, 1992, II, p. 71.

(16) Cfr. G. COTTINO, voce *Società per azioni*, in *Noviss. Digesto it.*, XVII, Torino, 1970, p. 654; F. DI SABATO, *Manuale delle società*, Torino, 1999, p. 359 s.; F. FENGGHI, *La riduzione del capitale*, Milano, 1974, p. 129; F. GALGANO, *Diritto commerciale, Le società*, Bologna, 2000, p. 338; D. GALLETTI, *Il recesso*, cit., p. 278 ss; G. GRIPPO, *Recesso*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 6, I, Torino, 1993, p. 134 ss.; G.L. PELLIZZI, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, I, p. 202; B. VISENTINI, voce "azioni di società", in *Enciclopedia del diritto*, IV, Milano, 1959, p. 985.

Contra, tra gli autori che ritengono invece legittima l'estensione statutaria dei casi di recesso, seppur in base ad argomentazioni diverse, si veda: U. BELVISO, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nelle società per azioni*, in *Trattato di diritto privato* diretto da P. Rescigno, vol. 17, III, p. 86, nota 58; F. FERRARA JR.-F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 1994, p. 612; G. FERRI, *Le società*, in *Trattato di diritto civile* fondato da F. Vassalli, Torino, 1989, p. 913; G. FRÉ, *Società per azioni*, in *Commentario del codice civile* a cura di A. Scialoja e G. Branca, Roma, 1982, p. 756; P.G. JAEGER-F. DENOZZA, *Appunti di diritto commerciale*, Milano, 2000, p. 501; G. NICCOLINI, *Recesso per giusta causa del socio di società di capitali?*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, II, p. 73; A. SCIALOJA, in *Foro it.*, I, 1948, I, 331; G. TANTINI, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nella società per azioni*, Padova, 1973, p. 161.

(17) La lettera dell'art. 2437 c.c. sembra prestarsi ad una duplice interpretazione. A sostegno della tesi della tassatività dell'elenco delle fattispecie legali di recesso si potrebbe sottolineare come la norma non contenga "formule di salvezza" in favore dell'autonomia statutaria analoghe a quelle contenute in altre disposizioni (cfr. ad es. l'art. 2368 c.c. in tema di *quorum* deliberativi) e si potrebbe altresì richiamare il tenore letterale della "Relazione introduttiva al codice civile", la quale afferma (n. 993) che "nonostante qualche corrente contraria al mantenimento del diritto di recesso, si è ritenuto che questo dovesse essere conservato...pur riconoscendo giusta la tendenza della legislazione... di limitare i casi in cui il diritto stesso può essere esercitato" e conclude sottolineando che "così ridotti i casi in cui è ammissibile il recesso, è parso giusto stabilire la nullità dei patti statutari che lo escludono o ne rendono più gravoso l'esercizio" (corsivo aggiunto). In senso opposto, per il riconoscimento dell'autonomia statutaria, si potrebbe argomentare che l'ultimo comma dell'art. 2437 c.c. (nullità dei patti che escludano o limitino il diritto di recesso) induca, per interpretazione *a contrario*, a ritenere che sia riconosciuta la potestà statutaria di estensione dei casi di recesso (per quest'ultima opzione interpretativa v. G. TANTINI, *op. cit.*, p. 163-164).

(18) È opportuno sin d'ora osservare che sebbene *di regola* l'applicazione dei criteri di valutazione imposti dalla legge mortifichi le ragioni del socio uscente, specie nelle società non quotate, non è escluso che in alcuni casi il ricorso a quegli stessi criteri attribuisca al recedente una somma superiore al valore di mercato della sua partecipazione (v. *infra* par. 4.1, testo e note).

tà del patrimonio sociale posto a presidio sia delle ragioni del creditore, sia dell'interesse generale alla conservazione del patrimonio investito in attività produttive. L'esigenza di conservazione del patrimonio sociale, e gli interessi a questa sottesi, imporrebbero dunque di adottare una soluzione interpretativa idonea a confinare il recesso nel ristretto ambito applicativo delineato dal legislatore (19).

In aggiunta, o in alternativa, a tale argomentazione, seguendo una seconda prospettiva di analisi, si sostiene che la tassatività della normativa in esame deriverebbe dal carattere eccezionale che nell'ordinamento delle società dei capitali il diritto di recesso riveste rispetto alla regola cardine della vincolatività delle delibere assunte dalla maggioranza assembleare nel rispetto della legge e dell'atto costitutivo (*ex art. 2377, co. 1° c.c.*). Viene infatti affermato che l'ampliamento per via statutaria dei casi di recesso priverebbe di effettività lo stesso principio maggioritario, finendo col subordinare il perseguimento dell'interesse corporativo alla soddisfazione dell'interesse particolare del socio dissenziente (20). In tale contesto, risulterebbe compromessa la possibilità di un rapido e pronto adeguamento della struttura societaria alla continua evoluzione dell'impresa e dei mercati; possibilità che tuttavia rappresenterebbe una condizione imprescindibile per la soddisfazione dell'interesse generale all'efficienza dell'impresa. Così argomentando si giunge a concludere che la regolamentazione del recesso debba essere sottratta al potere dispositivo dei privati per le medesime considerazioni di interesse generale che - al fine di garantire la funzionalità economica della struttura societaria - inducono a ritenere inderogabile la regola maggioritaria.

In contrapposizione agli orientamenti sinteticamente esposti, le recenti proposte di riforma del diritto societario si collocano nella prospettiva di una valorizzazione della funzione che i rimedi di *exit* possono svolgere nell'ambito delle società di capitali.

Il progetto elaborato dalla "commissione Mirone" e recepito nel disegno di legge governativo C. 7123 (presentato nel corso della XIII legislatura) (21) prevede la revisione, sia per le s.p.a., sia per le s.r.l., della disciplina vigente in tema di diritto di recesso dalla società di capitali. Questi i principi direttivi enunciati nella progetto di riforma: *a)* ampliamento della autonomia statutaria nella previsione delle fattispecie legittimanti il recesso; *b)* individuazione di criteri di rimborso idonei a fornire un'adeguata tutela del recedente ed al contempo a salvaguardare l'integrità del capitale sociale e gli interessi dei creditori sociali (22). Il ricorso a rimedi di *exit* è inoltre contemplato in tema di "gruppi" laddove si prevede che il legislatore delegato possa "eventualmente" riconoscere il diritto di reces-

(19) Cfr. G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, Diritto delle società*, Torino, 2000, p. 455; G. COTTINO, *op. loc. cit.*; D. GALLETTI, *Il recesso*, cit., p. 278; G. GRIPPO, *op. loc. cit.*; G.L. PELLIZZI, *op. loc. cit.*; B. VISENTINI, *op. loc. cit.*

Che la regolamentazione del recesso dipenda, nelle società di capitali, "dalla...prevalente esigenza di garantire la stabilità del capitale sociale" è altresì affermato da Cass., 20 settembre 1995, n. 9975, cit., c. 172. Analogamente, App. Milano, 13 ottobre 2000, cit., p. 308, afferma che il recesso "nella vigente legislazione è stato mantenuto in limiti ben circoscritti...dovendo salvaguardarsi la regola di interesse anche pubblico circa la intangibilità del capitale sociale". Nei medesimi termini si era già espresso anche Trib. Milano, 2 maggio 1996, cit.

(20) Segue tale impostazione la giurisprudenza citata *supra* nota 15 e, in dottrina, G.L. PELLIZZI, *op. loc. cit.*; F. GALGANO, *Diritto commerciale, Le società*, cit. p. 338.

(21) Come noto l'articolato del disegno di legge in questione è stato riprodotto, nella sostanza immutato, nel disegno di legge governativo di riforma del diritto societario presentato nel corso della presente legislatura (XIV legislatura, progetto di legge governativo C. 1137).

(22) V. artt. 3, punto 2, lett. f) e 4, punto 9, lett. d).

so quale forma di tutela dell'azionista "al momento dell'ingresso e dell'uscita della società dal gruppo"(23).

Nella stessa direzione di una valorizzazione dei rimedi di *exit* è orientata la proposta di legge di iniziativa parlamentare C. 6751 (presentata nel corso della XIII legislatura, primo firmatario on. Veltroni) (24), seppure con alcune differenze rispetto al "progetto Mirone". Per le s.r.l., la proposta in questione rimette allo statuto la determinazione dei presupposti del recesso, escludendo dunque la legge come fonte di regolamentazione sul punto; fanno eccezione a tale regola il diritto di recesso previsto, con norma che si presume *imperativa*, dalle lett. *g* e *r*) dell'art. 3 per le ipotesi di introduzione di una clausola di intrasferibilità della quota e di trasformazione della società, dalla lett. *d*) dell'art. 14 in caso di costituzione di un "gruppo di diritto" ed infine dalla lettera *n*) dell'art. 3 laddove si prevede la possibilità del socio di richiedere, tramite ricorso all'autorità giudiziaria, la liquidazione della quota "in presenza di situazioni di pregiudizio o di insanabile conflitto". Per quanto concerne le s.p.a., la proposta in questione riconosce all'autonomia statutaria la facoltà di prevedere casi ulteriori di recesso rispetto a quelli già contemplati (art. 2437 c.c.) e alle nuove fattispecie che la proposta stessa introduce. In particolare il progetto prevede, con norma imperativa, il diritto di recesso per i seguenti casi: introduzione o soppressione di limiti statutari alla circolazione di azioni (art. 10, lett. *d*); introduzione o soppressione nelle società per azioni semplificate di alcune delle clausole statutarie consentite specificamente per detto tipo societario (art. 11 lett. *c*); ingresso della società in un "gruppo di diritto" (in alternativa al diritto di recedere è previsto il diritto di vendere al socio di maggioranza: art. 14 lett. *d*). Anche nella proposta parlamentare, come già nel "progetto Mirone", viene espressamente affermata la duplice esigenza di riconoscere al socio "una somma di denaro che rappresenti una stima congrua del valore della partecipazione" e al contempo di assicurare idonee garanzie per i creditori sociali. Diversamente dal "progetto Mirone", nessun riferimento all'ulteriore obiettivo di "tutela dell'integrità del capitale sociale" compare in questa seconda proposta.

2. Piano dell'indagine

Sollecitato dalle indicazioni contrastanti che provengono dal diritto vivente, da un lato, e dalle proposte di riforma, dall'altro, il presente scritto si prefigge anzitutto di individuare quale sia la funzione che il diritto di recesso può svolgere in relazione non solo, e non tanto, all'interesse dell'azionista di minoranza quanto all'interesse di tutti i soci, e della collettività (25), alla massimizzazione del rendimento dell'investimento azionario nell'impresa sociale (par. 3). Il riscontro che emerge da tale riflessione, accompagnato dall'analisi dei costi che il diritto al disinvestimento comporta in relazione all'obiettivo dell'efficienza funzionale dell'organizzazione societaria (par. 4), indirizza il prosieguo del lavoro, che è diretto, in un'ottica *de iure condendo*, a prospettare soluzioni che consen-

(23) V. art. 9, punto 1., lett. *d*).

(24) Proposta ripresentata nella sostanza immutata, per quanto qui interessa, nella presente legislatura (XIV legislatura, proposta di legge C. 969, primo firmatario on. Fassino).

(25) L'interesse dei soci alla massimizzazione del rendimento dell'investimento azionario dato un certo livello di rischio dell'attività d'impresa è interesse giuridicamente rilevante nel nostro ordinamento societario (cfr., per tutti, L. ENRIQUES, *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2000, p. 160 ss., ove ampi riferimenti bibliografici) e coincide, in assenza di *esternalità negative*, con l'interesse "generale" all'efficiente utilizzo delle risorse produttive. V. in tal senso F.H. EASTERBROOK-D.R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Mass.-London, 1991, pp. 38-39 (trad. it. *L'economia delle società per azioni*, Milano, 1996); R. PARDOLESI-A. PORTOLANO, *All'ombra delle piramidi. Appunti su OPA, governo societario e concorrenza tra ordinamenti*, in *Mercato concorrenza regole*, 2001, 1, p. 102.

tano di realizzare un'adeguata composizione dei contrastanti interessi che vengono coinvolti nell'istituto in esame. Particolare attenzione viene prestata in tale contesto al ruolo dell'autonomia statutaria nella previsione e nella disciplina dei casi di recesso, profilo che come si appena visto risulta tuttora ampiamente controverso nella riflessione ad oggi condotta *in subiecta materia* (parr. 5 e 6). In conclusione, le riflessioni condotte vengono richiamate per sottolineare alcuni profili critici che sembrano emergere dalle iniziative legislative di riforma già sinteticamente illustrate (par. 7).

3. La funzione economica del “diritto al disinvestimento” e suo diverso rilievo nelle società non quotate e nelle società quotate

Il contratto di società ha la funzione tipica di realizzare un'organizzazione capace di regolare l'*afflusso* delle risorse all'impresa e la conseguente *gestione* delle stesse (26). La società è dunque - sia sul piano cronologico sia su quello logico - una forma di finanziamento collettivo prima che di esercizio collettivo (27) dell'impresa. Nell'ambito di tale struttura, i soci rappresentano quella specifica categoria di finanziatori che è disposta ad assumere il “rischio residuale”: la retribuzione dell'*investimento* dai soci effettuato nella società (il conferimento) (28) è postergato alla soddisfazione delle altre categorie di soggetti che forniscono il proprio apporto nell'impresa in cambio di una retribuzione di importo predeterminato (dipendenti, fornitori, creditori, ecc.); come contropartita del “rischio residuale” i soci hanno diritto a disporre di “ciò che resta” (*residual claim*) delle risorse dell'impresa dopo il pagamento dei sopra indicati soggetti (29). I soci possono tuttavia avere, oltre all'interesse comune che li spinge a concludere il contratto societario,

(26) Sulla funzione organizzativa del contratto di società, a prescindere dalle diverse posizioni assunte in ordine alla riconducibilità del fenomeno associativo nell'ambito di una teoria generale del contratto, si rinvia, fra gli altri, a P. ABBADESSA, *Le disposizioni generali sulla società*, in *Trattato di diritto privato* diretto da P. Rescigno, 9, Torino, 1985, p. 9 ss; C. ANGELICI, *La società nulla*, Milano, 1975, *passim*, spec. p. 13 ss., 34 ss., 67 ss; 120 ss; G. FERRI, *Società (in generale)*, in *Digesto delle discipline privatistiche, sez. comm.*, vol. XIV, Torino, 1997, p. 250 ss; P. FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1971, *passim*, spec. p. 217 ss., 239 ss., 309 ss., 323 ss; A. GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'assemblea delle società per azioni*, Milano, 1987, p. 107 ss.; G. MARASÀ, *Modifiche del contratto sociale e modifiche dell'atto costitutivo*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 6, I, Torino, 1993, p. 35 ss; P. SPADA, *La tipicità delle società*, Padova, 1974, p. 99 ss.

Per recente confronto tra l'approccio “organizzativo” e quello “contrattualistico” v. P.G. JAEGER, C. ANGELICI, A. GAMBINO, R. COSTI, F. CORSI, *Cassazione e contrattualismo societario, un incontro ?*, in *Giur. comm.*, 1996, II, p. 334 ss.

(27) Se è vero che in alcuni casi la società realizza una forma sia di *finanziamento* sia di *esercizio collettivo* dell'impresa (quando i soci sono direttamente interessati e coinvolti nella gestione), non va tuttavia trascurato che la società non sempre costituisce *nei fatti* una forma di esercizio collettivo dell'impresa: sulla classica distinzione tra azionisti-imprenditori e azionisti-risparmiatori v. G. FERRI, *La tutela delle minoranze nelle società per azioni*, in *Dir. e prat. comm.* 1932, I, ora anche in G. FERRI, *Scritti giuridici*, Napoli, 1990, vol. 3, tomo I, p. 13 ss., che peraltro attribuisce la paternità di tale suddivisione a W. RATHENAU (*Vom Aktienwesen*).

(28) V. G. FERRI JR., *Investimento e conferimento*, cit., *passim*.

(29) Per tale ragione tra le diverse categorie di “attori sociali” gli azionisti rappresentano coloro che hanno il maggior incentivo ad un efficiente impiego delle risorse impegnate nell'impresa sociale, fintantoché la società non sia minacciata dal rischio di insolvenza (sul mutamento che quest'ultima condizione provoca sugli incentivi degli azionisti, che sono in tal caso indotti ad assumere rischi eccessivi, cfr. R.A. BREALEY-S.C. MYERS, *Principles of Corporate Finance*, 1996, McGraw-Hill, p. 491 ss.).

Merita peraltro ricordare che vi possono essere anche finanziatori dell'impresa sociale che, pur non essendo “soci”, partecipano nondimeno, almeno in parte, al c.d. “rischio residuale” (si pensi ai portatori di titoli di debito aventi caratteristiche “ibride”) cfr. in proposito M. LAMANDINI, *Il finanziamento “partecipativo” e la riforma della struttura finanziaria delle società di capitali*, ed. provv., Bologna, 1999, *passim*.

anche interessi tra loro divergenti (30) e ciò fa sì che la disponibilità di ciascuno di essi ad investire nella società - e dunque, per quest'ultima, il costo del capitale di rischio - non dipenda solo dalla valutazione che ciascun socio compie in relazione all'astratta efficienza produttiva dell'impresa organizzata in forma societaria, ma anche dalla vigenza di strumenti legali capaci di garantire che l'investimento sia allocato e gestito, nonché il risultato distribuito, in maniera rispondente alle specifiche, particolari, aspettative sulla base delle quali egli ha effettuato l'investimento (31).

Il contratto societario può tuttavia contenere solo in parte una composizione definitiva degli interessi dei soci in termini di attribuzione di situazioni soggettive di diritto e di obbligo in quanto è rivolto a predisporre un'organizzazione strumentale all'assunzione di nuove decisioni, decisioni che non possono essere definite *ex ante* dato il carattere *composito, futuro ed incerto* dell'attività d'impresa cui ineriscono (32). Le peculiarità dell'attività d'impresa impongono di consentire che lo stesso assetto organizzativo e/o operativo dell'organizzazione societaria venga mutato *durante societate* al fine di permettere l'adeguamento delle caratteristiche dell'impresa sociale alle esigenze che sopravvengano nel corso del suo svolgimento. In altri termini, il contratto societario è *ontologicamente* "incompleto" (33).

(30) A titolo esemplificativo, e non esaustivo, circa la distribuzione dei risultati; la determinazione del grado di rischio dell'investimento; la percezione dei dividendi nel corso dell'attività sociale; il controllo della gestione della società; la conservazione del proprio grado di influenza sulla gestione sociale anche in presenza di variazioni del capitale; l'alienabilità della propria partecipazione; la determinazione della durata del proprio investimento in rapporto alle proprie esigenze economiche personali; l'omogeneità della compagine azionaria.

Non solo i soci hanno, o possono avere, *di fatto* interessi divergenti, ma secondo parte della dottrina nel nostro ordinamento la stessa nozione di "interesse sociale" giuridicamente rilevante ricomprenderebbe tutti gli interessi (anche quelli in reciproco conflitto) dei soci in quanto parti del contratto sociale, interessi che trovano composizione e ponderazione nel corso dello svolgimento del rapporto sociale (cfr. P.G. JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1964, p. 184 ss. e 201 ss.; F. GALGANO, *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia* diretto da F. Galgano, vol. 7, 1988, Padova, p. 61 ss.; B. LIBONATI, *Holding e Investment Trust*, 1959, Milano, p. 321 ss.) e che, secondo D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni* in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 3, II, Torino, 1993, p. 29 ss., non sono neanche necessariamente comuni a tutti i soci.

Che l'interesse sociale, inteso come interesse comune dei soci alla massimizzazione del rendimento dell'investimento azionario, possa essere ulteriormente *integrato e qualificato* dagli statuti societari è stato ribadito più di recente da L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995, p. 6 ss.; L. ENRIQUES, *Il conflitto*, cit., p. 182; D.U. SANTOSUOSSO, *Il principio della libera trasferibilità delle azioni*, Milano, 1993, p. 232 ss.; M. STELLA RICHTER JR., *La collegialità del consiglio di amministrazione tra ponderazione dell'interesse sociale e composizione degli interessi sociali*, in B. Libonati (a cura di), *Amministrazione e amministratori di società per azioni*, Milano, 1995, p. 277 ss.

(31) Come osserva D. PREITE, *Il conflitto di interessi del socio tra codice e disciplina del mercato mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1988, p. 376, "condizione minima di partecipazione del socio è la garanzia che il risultato del gioco prevedibile *ex ante* in condizione di incertezza, non lo porrà in una situazione peggiore dello *status quo* anteriore alla partecipazione: per *status quo* si intende non la situazione effettiva anteriore alla partecipazione, ma la situazione anteriore includente la probabilità (come soggettivamente determinata), in quel momento esistente di miglioramenti in caso di uso alternativo delle risorse investite. Nelle s.p.a. dovranno esservi quindi regole tali che non determinino, *ex ante*, per il socio la previsione di un rendimento atteso del capitale investito inferiore a quello possibile investendo in altre attività con rischio comparabile".

(32) Sul punto v., per tutti, P. FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, cit., p. 324 ss.; G. MARASÀ, *Modifiche del contratto sociale e modifiche dell'atto costitutivo*, cit., p. 35 ss.

(33) La letteratura economica definisce "incompleto" un contratto che non prevede una composizione esaustiva e definitiva degli interessi dei contraenti in relazione a tutte le eventuali, possibili variazioni dell'assetto predisposto con il regolamento contrattuale, siano dette variazioni dipendenti dalla condotta delle parti o da modifiche della realtà in cui il contratto deve essere eseguito. Per una rassegna dei fattori "esogeni" (quali l'impossibilità di previsione di determinati eventi ovvero gli eccessivi "costi di contrattazione" connessi a clausole che prevedano eventi con una ridotta probabilità di realizzazione) ed "endogeni" (quale, tra gli altri, l'eventuale condizione di asimmetria informativa tra le parti) che sono indicati in letteratura tra le cause di incompletezza del contratto cfr. A. SCHWARTZ, voce *Incomplete contracts*, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, a cura di P. Newman, Londra - N. Y., 1998, ove ulteriori riferimenti bibliografici sull'argomento.

Definiscono espressamente la società come contratto "per sua natura incompleto" P.G. JAEGER-F. DE-NOZZA, *Appunti di diritto commerciale*, cit., p. 220.

Gli ordinamenti ovvero, quando questi ultimi lo consentano, le parti del contratto, possono stabilire che le variazioni o le integrazioni delle originarie condizioni sulla base delle quali i soci hanno deciso il proprio investimento nel capitale di rischio (34) siano adottate, quando rimesse alla decisione degli stessi (35), essenzialmente in base ad uno tra i seguenti criteri decisionali:

- a) consenso di tutti i soci (unanimità);
- b) consenso della maggioranza dei soci e attribuzione di un diritto di veto ad alcuni di essi;
- c) consenso della maggioranza e contestuale facoltà di liquidazione della partecipazione per i soci dissidenti;
- d) consenso della maggioranza.

I costi e i benefici di ciascuna opzione variano in base a numerosi fattori, quali tipo di decisione, tipo di calcolo delle maggioranze, loro variabilità nel tempo, esigenze di speditezza delle decisioni in rapporto alla complessità del contesto in cui si opera, grado di verifica giudiziale consentito dall'ordinamento, presenza di un efficiente mercato secondario delle partecipazioni (36).

In particolare, il requisito dell'*unanimità* implica il riconoscimento di un diritto intangibile del socio e consente di porre le condizioni per il raggiungimento di un equilibrio tra i soci prevedibile *ex ante*, così favorendo sotto questo specifico profilo una riduzione dei costi di organizzazione (37). Tuttavia, questa stessa formula - data la plausibile divergenza di opinioni, o persino di interessi, tra i soci - può comportare il sacrificio della flessibilità

(34) Ci si riferisce non solo a modifiche statutarie ma anche a decisioni di gestione fondamentali quale, per fare un esempio, la distribuzione degli utili.

(35) Decisioni che incidano in maniera rilevante sui caratteri dell'investimento di ciascun socio nella società (si pensi, ad esempio, ad un aumento di capitale) possono essere rimesse anche al solo organo di gestione, come in effetti accade in alcuni ordinamenti societari. Anche in tali casi si potrebbe ipotizzare la previsione di un diritto al disinvestimento per il socio dissidente, diritto che svolgerebbe anche in dette ipotesi una funzione di incentivo all'investimento nel capitale di rischio della società (v. *infra* nel testo). Del resto le decisioni degli organi di gestione sono comunque, seppur indirettamente, imputabili alla maggioranza ovvero al gruppo di controllo che nomina i componenti dell'organo, specie nelle società caratterizzate dalla formazione di stabili maggioranze.

(36) Cfr. D. PREITE, *La destinazione dei risultati nei contratti associativi*, Milano, 1988, p. 133.

(37) Non sembra dunque condivisibile quell'orientamento dottrinale (*e plurimis*, G.L. PELLIZZI, *op. cit.*, p. 170), fatto proprio dalla giurisprudenza prevalente (escludono anche per le s.r.l. la legittimità di clausole statutarie che richiedano l'unanimità App. Roma, 27 febbraio 1997, in *Giur. it.*, 1997, I, 2, c. 568; Trib. Bologna, 28 settembre 1995, in *Notariato*, 1995, p. 359; Trib. Cassino, 21 giugno 1991, in *Società*, 1992, p. 82; *contra*, v. App. Milano, 29 gennaio 1993, in *Società*, 1993, p. 1213), la quale ritiene che il legislatore abbia precluso agli statuti di subordinare determinate delibere al consenso di tutti i soci in quanto ne verrebbe danneggiata l'efficienza funzionale dell'organizzazione societaria. Giova a tal proposito richiamare le parole di O. Gierke, il quale rileva che "il valore [del principio maggioritario] non può essere determinato in assoluto, ma soltanto misurato in rapporto al suo mutevole modo di operare nella vita organica degli enti collettivi" (O. VON GIERKE, *La storia del principio di maggioranza*, in *Riv. soc.*, 1961, p. 1103). Nello stesso senso anche E. RUFFINI, *Il principio maggioritario, profilo storico*, Milano, 1976, p. 94, osservando che "il principio di maggioritario non è un istituto giuridico, è semplicemente una formula giuridica. Il principio maggioritario non ha in sé la sua ragione d'essere, la può acquistare o non, a seconda del dove e come la si applica".

Assumono posizioni di apertura in ordine alla validità di delibere all'unanimità, seppur con differenti *caveat* e distinguendo - alcuni autori - fra i modelli socio-economici presi dal legislatore come riferimento dei distinti tipi legali di società, P. BENAZZO, *Autonomia statutaria*, Padova, 1999, p. 243 ss., p. 479 ss., 527 ss.; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, cit., p. 453; F. DI SABATO, *La società a responsabilità limitata come tipo intermedio fra società di persone e società di capitali*, in V. Afferni-L. De Angelis (a cura di), "Progetto Mirone" e modelli organizzativi per la piccola e media impresa, Milano, 2001, p. 4; D. GALLETTI, *Il recesso*, cit., p. 336; G. MARASÀ, *Modifiche del contratto sociale*, cit. pp. 86 ss.; D. PREITE, *La destinazione*, cit., p. 133 ss.; G. ZANARONE, *Società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia* diretto da F. Galgano, vol. 8, 1985, Padova, p. 92 ss.

Un indizio empirico, seppure di per sé non decisivo, della "relatività" dell'efficienza di ciascun criterio decisionale si ha osservando l'eterogeneità di soluzioni adottate rispetto alle medesime ipotesi nei vari ordinamenti o persino nell'ambito di uno stesso ordinamento nel corso del tempo. Per uno tra gli svariati esempi

strutturale dell'organizzazione societaria, se non lo stallo decisionale. Inoltre, ove l'importanza del conferimento, rispetto alla propria situazione patrimoniale complessiva, non sia per ciascun socio uguale all'importanza relativa del conferimento di ciascun altro, il socio più coinvolto si trova in una posizione di debolezza rispetto alle pretese di quello meno coinvolto (38) e quindi esposto a possibili comportamenti opportunistici (39) da parte di quest'ultimo.

Del resto anche l'attribuzione di un potere di veto solo ad alcuni soci (criterio *b*) espone la compagine sociale al rischio di una condotta ricattatoria del socio che dispone del diritto di veto, anche qui in particolare modo quando per quest'ultimo l'importanza del conferimento, in rapporto alla propria situazione economica globale, sia inferiore all'importanza relativa del conferimento degli altri soci.

Diversamente dalle due ipotesi appena prese in considerazione, il criterio che attribuisce la competenza decisionale alla sola maggioranza "è idoneo a minimizzare il rischio di ricatto di un contraente contro gli altri e allo stesso tempo a garantire decisioni prese con ampio margine di accordo, ampia possibilità di informazione (in particolare ove viga il metodo collegiale)" (40) e sufficiente rapidità. Tuttavia, esso implica il rischio di comportamenti arbitrari della maggioranza a danno degli altri soci, specie in presenza di situazioni caratterizzate dalla formazione di stabili maggioranze predeterminate. Tale rischio rende *ex ante* più remota, e più costosa, la stessa conclusione del contratto societario. Un possibile rimedio rispetto a questo inconveniente risiede nell'imposizione del rispetto di regole organizzative (di carattere sia procedimentale sia sostanziale (41)) che disciplinino la formazione della volontà sociale e, laddove l'ordinamento lo consenta, nel riconoscimento della vincolatività nell'ambito degli stessi rapporti societari di criteri generali di comportamento, quali i principi di "correttezza e buona fede" del nostro ordinamento (42).

Segue nota 37

che si offrono ad uno studio comparato, si pensi alla trasformazione del "tipo societario", fattispecie per la quale l'ordinamento italiano impone l'adozione del criterio maggioritario mitigato dal riconoscimento di un diritto di recesso per il socio dissenziente; l'ordinamento francese richiede il consenso unanime di tutti i soci; l'ordinamento tedesco impone una maggioranza di *almeno* $\frac{2}{3}$ del capitale avente diritto di voto (salvo che il mutamento di forma comporti una responsabilità personale illimitata per i soci, in tal caso essendo richiesta l'*unanimità*) e riconosce al socio dissenziente il diritto ad avere la liquidazione della sua partecipazione per un equo compenso definito nella delibera sul mutamento di forma (il socio ha diritto a richiedere al Tribunale una più adeguata determinazione del compenso); l'ordinamento inglese prevede, in caso di passaggio dallo status di *public company* a quello di *private company*, l'adozione di una delibera straordinaria (*special resolution*) e riconosce ad una minoranza azionaria qualificata la legittimazione a proporre opposizione in giudizio.

I limiti del presente scritto non consentono di prendere in considerazione altre fattispecie (quali la fusione ovvero l'introduzione di limiti alla circolazione della partecipazione ed altre ancora) rispetto alle quali si registra la medesima eterogeneità di soluzioni adottate dai diversi ordinamenti.

(38) Cfr. D. PREITE, *La destinazione*, cit., p. 148.

(39) Una delle parti del contratto societario agisce in maniera definita "opportunistica" dalla teoria economica quando cerca di alterare unilateralmente ed a proprio vantaggio le regole concordate con le altre parti in ordine alle modalità di conduzione dell'impresa sociale e di distribuzione del suo risultato. Sulla nozione di "opportunismo" in generale cfr. O.E. WILLIAMSON, *The economic institutions of capitalism*, New York, 1985, p. 47-50, 64-67; R. POSNER, *Economic Analysis of Law*, New York, 1998, 5^o ed., p. 101 ss.

(40) Così D. PREITE, *La destinazione*, cit., p. 150.

(41) V. la disciplina sul conflitto di interessi.

(42) Sull'applicazione al contratto di società del principio di buona fede di cui all'art. 1375 c.c. non si può che rinviare, per l'economia del presente scritto, alla decisione di Cass., 26 ottobre 1995, n. 11151, in *Giur. comm.*, 1996, II, p. 329 con i commenti di P.G. JAEGER, C. ANGELICI, A. GAMBINO, R. COSTI, F. CORSI, *Cassazione e contrattualismo societario, un incontro ?*, cit., e alle monografie di M. CASSOTTANA, *L'abuso di potere a danno della minoranza*, Milano, 1992, *passim*; A. GAMBINO, *Il principio di correttezza*, cit., *passim*; D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio*, cit., *passim*.

Per analogie e differenze tra *good faith* e *fiduciary standard* nel diritto societario americano cfr. J.C. COFFEE JR., *The mandatory/enabling balance in corporate law: an essay on the judicial role*, in 89 *Columbia Law Review* 7, 1989, p. 1653 ss.

Il riconoscimento del potere della maggioranza di “completare” o, più precisamente, di “attuare” (43) il contratto sociale nel rispetto di regole predefinite e di eventuali *standard* di condotta non esclude comunque per il socio di minoranza il rischio che determinate modifiche dell’assetto societario siano in contrasto con le originarie aspettative in base alle quali egli ha effettuato l’investimento e che ciò nonostante egli non possa ricorrere a strumenti di carattere risarcitorio ovvero inibitorio: vuoi perché la condotta della maggioranza è lecita, vuoi perché il socio non dispone degli strumenti probatori adeguati a dimostrarne il carattere illecito o “abusivo” a danno della minoranza. Si pensi, per fare un esempio con riferimento all’ordinamento italiano, all’introduzione di una clausola statutaria limitativa della circolazione della partecipazione ovvero alla decisione di non distribuire gli utili di esercizio maturati, decisioni che possono essere, alternativamente:

- (a) legittime e tuttavia non rispondenti al particolare interesse di alcuni soci alla pronta liquidazione dell’investimento (in caso di introduzione di una clausola di limitazione al trasferimento) ovvero alla loro maggiore avversione al rischio (in caso di una delibera di non distribuzione degli utili);
- (b) illegittime o “abusive”, se finalizzate a porre in essere condotte opportunistiche (44) ai danni della minoranza, e pur tuttavia difficilmente riconoscibili dall’autorità giudiziaria come tali a causa degli oneri probatori che la minoranza deve assolvere a tal fine.

Rispetto a tali ipotesi, il diritto del socio di minoranza di cedere la propria partecipazione vuoi alla società, vuoi al socio di controllo, al valore di mercato (45) rappresenta uno strumento *esclusivo* (nel caso di un atto valido), ovvero *concorrente* (o anche *alternativo*) (46) con l’impugnativa (ma, si noti, svincolato dagli oneri probatori a cui sono invece soggette azioni di carattere risarcitorio o invalidante) che assicura alla minoranza la certezza

(43) V. P. FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, cit., p. 324 ss.

(44) Per una definizione di comportamento opportunistico, vedi *supra* nota 39.

(45) Sul tema dei criteri di valutazione v. *infra* par. 4.1.

(46) Negli Stati Uniti permane aperto il dibattito in ordine all’opportunità di consentire al singolo socio di valersi dell’*appraisal right*, figura analoga al nostro diritto di recesso, e *cumulativamente* impugnare l’atto societario che legittima l’esercizio dell’*appraisal right*: cfr. R.C. CLARK, *Corporate Law*, Boston-Toronto, 1986, p. 456 ss.; F.H. EASTERBROOK-D.R. FISCHER, *The Economic Structure*, cit., p. 157 ss; S.D. GARDNER, *A step forward: exclusivity of the statutory appraisal remedy for minority shareholders dissenting from going-private merger transactions*, in 53 *Ohio State Law Journal*, 1992, p. 239; A. KHUTORSKY, *Coming in from the cold: reforming shareholders’ appraisal rights in freeze-out transactions*, in *Columbia Business Law Review*, 1997, p. 133. La disciplina dell’*appraisal right*, che può essere definito come il diritto del socio di ottenere dalla società la liquidazione della propria partecipazione per un congruo valore (“*fair value*”) al ricorrere di determinati presupposti, cambia notevolmente a seconda della legislazione statale di riferimento: esso viene escluso in circa la metà degli Stati (secondo un’indagine del 1995 nella gran parte delle società quotate) - Delaware compreso - quando la società è quotata su un mercato regolamentato (salvo specifici casi; in senso critico rispetto alla *stock market exception* cfr., tra i molti, F.H. EASTERBROOK-D.R. FISCHER, *op. cit.*, p. 149). Il *Revised Model Business Corporation Act (section 13.02)*, una sorta di modello di regolamentazione (redatto e aggiornato dalla *American Bar Foundation*) al quale di regola si rifanno le legislazioni statali, prevede l’*appraisal right* nei seguenti casi (in sintesi):

- fusione, se il socio ha diritto di voto sull’operazione;
- scambio di partecipazioni, se il socio ha diritto di voto sull’operazione;
- vendita o scambio di tutti o quasi gli *asset* della società, se il socio ha diritto di voto sull’operazione;
- modifiche dello statuto che danneggino in modo sostanziale i diritti del socio dissenziente (modifica o abolizione di diritti preferenziali; introduzione, alterazione o soppressione di un diritto di riscatto; alterazione o abolizione di un diritto di prelazione; limitazioni del diritto di voto o alterazione del sistema di voto cumulativo);
- ogni altra operazione societaria per cui lo statuto o una delibera del C.d.a. preveda il diritto di riacquisto a favore dei soci, con diritto di voto o senza.

di potersi sottrarre al vincolo societario senza subire le conseguenze derivanti dalle variazioni dell'assetto organizzativo e/o operativo che sono rimesse alla decisione della maggioranza. Mediante il riconoscimento di un diritto di disinvestimento l'emittente fornisce pertanto ai soci una sorta di *garanzia di indennizzo*, una "rete di sicurezza" rispetto ad eventuali modifiche delle caratteristiche del loro investimento nella società (47); si determina così *ex ante* una maggiore propensione all'investimento nel capitale di rischio della società e quindi una riduzione del costo del capitale (48) a beneficio di tutti i soci, senza compromettere le possibilità di adattamento della struttura societaria alle mutevoli condizioni in cui la stessa opera (49).

In altri termini, in un'organizzazione, come quella societaria, in cui le parti possono avere interessi divergenti e pur tuttavia gli stessi tratti costitutivi dell'organizzazione sono necessariamente oggetto di una rinegoziazione continua (50), il principio maggioritario accompagnato dal diritto di disinvestimento si presenta come una formula che, pur riconoscendo il dominio della maggioranza (51), impone a quest'ultima di "internalizzare", in tutto o in parte (52), le conseguenze delle proprie decisioni rispetto a specifici interessi della minoranza, agendo in tal modo da *deterrente* rispetto a determinazioni che pregiudici-

(47) Il diritto al disinvestimento costituisce in tal modo uno tra i mezzi a disposizione del gruppo di controllo per prevenire un problema definito dalla teoria economica di "selezione avversa". Con tale locuzione si indica il fenomeno per il quale un soggetto che intenda vendere un prodotto di qualità superiore alla media se non è in grado di "segnalare" ai potenziali acquirenti la "superiorità" di detto bene troverà compratori disposti a pagare solo il prezzo che essi attribuiscono allo stesso bene ma di qualità media. Ciò indurrà il venditore in questione ad uscire dal mercato: di conseguenza si registrerà una diminuzione della qualità media dei beni in offerta, che a sua volta provocherà una diminuzione del prezzo medio, fino a quando non saranno disponibili sul mercato che beni di peggiore qualità: cfr. G.A. AKERLOF, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in 84 *Quarterly Journal of Economics*, 1970, p. 488 ss. Sottolineano come anche nel mercato azionario si possa verificare un problema di "selezione avversa" L. ENRIQUES, *Gruppi piramidali, operazioni intragruppo e tutela degli azionisti esterni: appunti per un'analisi economica del diritto*, in *Giur. comm.*, 1997, I, p. 699 nota 7 e testo corrispondente; L. STANGHELLINI, *I limiti statutarî alla circolazione delle azioni*, Milano, 1997, p. 197 nota 3.

(48) Merita in proposito richiamare le parole di B. LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., p. 177, laddove, seppure con riferimento alla disciplina dell'o.p.a. obbligatoria, osserva che "la garanzia del disinvestimento, se ricorrono situazioni che giustificano scarso affidamento per il futuro o comunque mutamenti di equilibri, si traduce così in garanzia dell'investimento; *si investe perché si è certi di poter disinvestire (in termini sufficientemente proficui) nel caso che lo si ritenga utile o necessario*" (corsivo aggiunto).

(49) Salvo quanto si dirà nel paragrafo 4 sui costi che il disinvestimento può comportare in rapporto all'efficienza funzionale della società.

(50) Sottolinea come "la realtà imprenditoriale della società, ed il carattere stesso "relazionale" del rapporto societario, impone necessariamente un processo di continua negoziazione dei suoi comportamenti e delle posizioni giuridiche che vi si puntualizzano", C. ANGELICI, *Soci e minoranze nelle società non quotate*, in M. Porzio, M. Rispoli Farina e G. Rotondo (a cura di), *La riforma delle società per azioni non quotate*, Milano, 2000, cit., p. 40, ove ampi riferimenti bibliografici sulla letteratura nordamericana in argomento.

(51) "Neppure può dirsi che il riconoscimento del diritto di recesso costituisca un'eccezione al principio generale dell'art. 2377 secondo cui le deliberazioni dell'assemblea vincolano tutti i soci: al contrario, come si è osservato, ne è una conferma, dal momento che il socio, per evitare l'effetto della delibera, non ha altra scelta che porsi fuori dall'ordinamento sociale": così G. TANTINI, *op. cit.*, p. 158, richiamandosi esplicitamente all'insegnamento di G. FERRI, *La tutela delle minoranze nelle società per azioni*, cit.

(52) Secondo F.H. EASTERBROOK-D.R. FISCHER, *op. cit.*, il rimedio americano dell'*appraisal right*, funzionalmente analogo al nostro diritto di recesso (v. *supra* nota 46), soddisfa il test dell'efficienza paretiana quando il valore della partecipazione del socio uscente viene individuato nella quotazione di mercato prima dell'evento legittimante l'esercizio di tale diritto. Osservano infatti gli Autori che "*appraisal gives investors the worth their shares had before the transaction in question, excluding elements created or destroyed by the deal*". Sebbene ciò corrisponda in alcuni casi al vero, occorre tuttavia notare che in altri il socio uscente potrebbe attribuire alla propria partecipazione un valore superiore a quello di mercato e l'*appraisal right* non rappresenterebbe allora una misura risarcitoria "perfetta" (tale cioè da porre il "risarcito" in una condizione di indifferenza rispetto alla situazione antecedente). Ciò non toglie che, data l'impossibilità al di fuori di uno scambio volontario di determinare il valore che gli individui attribuiscono ad un bene, la valutazione del "mercato" appaia come il criterio più adeguato per la determinazione del valore della partecipazione, v. *infra* par. 4.1.

chino tali interessi. Essa assicura dunque *ex ante* l'*emersione* e la *tutela patrimoniale* di quegli interessi che possono essere determinanti per la partecipazione dei singoli soci di minoranza (53), apprestando, in relazione a questi interessi, un "argine" al dominio della maggioranza. Il carattere solo patrimoniale della tutela fornita consente al contempo di lasciare impregiudicata l'autonomia organizzativa e di gestione di chi detiene il controllo, autonomia di regola necessaria per garantire la funzionalità della società e dunque l'interesse comune (54) di tutti i soci, siano essi "di maggioranza" o "di minoranza" (55).

In particolare, la funzione propria del "diritto al disinvestimento" risulta efficace nelle strutture societarie che non abbiano accesso ad un mercato secondario della partecipazione. In tali strutture è di regola economicamente non conveniente il ricorso all'*exit* mediante vendita per i soci che dissentano da una modifica, per voto maggioritario, dell'originario assetto organizzativo/operativo dell'organizzazione imprenditoriale cui partecipano. È infatti probabile che questi si scoprano "prigionieri del loro titolo", non trovando soggetti interessati all'acquisto della loro partecipazione al di fuori della cerchia degli stessi componenti la compagine della società, i quali ovviamente sfrutteranno a loro vantaggio la posizione di "quasi monopsonio" di cui dispongono. Ciò si verifica in particolare modo nelle strutture societarie che, oltre a non essere quotate, siano caratterizzate: da una ristretta compagine azionaria e/o da limitazioni legali alla cessione della partecipazione e/o per le quali il legislatore precluda l'appello al pubblico risparmio in capitale di rischio (le c.d. "società chiuse" (56)). In tale contesto l'introduzione di un diritto al disinvestimento calibrato in relazione alle specifiche esigenze delle parti del contratto societario potrebbe rappresentare un incentivo particolarmente efficace per l'investimento in capitale di rischio perché potrebbe (57) offrire alle stesse una soluzione *ex ante* certa, facilmente esperibile ed economicamente adeguata per eventuali conflitti endo-societari (58).

(53) Si pensi, ad esempio, all'eventuale interesse di un socio di minoranza alla designazione di uno o più componenti del Consiglio di amministrazione, interesse che è sotto la costante minaccia di una modifica da parte della maggioranza delle originarie clausole statutarie predisposte a tal fine. La previsione di un diritto al disinvestimento in tale eventualità potrebbe rivelarsi un notevole incentivo per la partecipazione del socio di minoranza: cfr. specificamente sul punto M. STELLA RICHTER JR., *op. cit.*, p. 311.

(54) Quale che sia, nel particolare ordinamento giuridico di riferimento, l'interesse comune perseguibile attraverso il contratto di società: rispetto all'ordinamento italiano l'ampiezza del tema impone di rinviare, e *plurimis*, a L. ENRIQUES, *Il conflitto di interessi*, cit., p. 159 ss. (ove ampi riferimenti bibliografici) nonché agli Autori citati *supra* alla nota 30.

(55) Cfr. ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Rapporto sulla società aperta*, Bologna, 1997, p. 23; C. ANGELICI, *Soci e minoranze nelle società non quotate*, cit., p. 34 e gli autori ivi richiamati in nota 3; R.K. WINTER, *State law, shareholder protection and the theory of the corporation*, in 6 *Journal of Legal Studies*, 1977, p. 258.

(56) V. *infra* par. 6. Sottolineano la generale condizione di "monopolio bilaterale" che caratterizza le "società chiuse" C. ANGELICI, *Soci e minoranze nelle società non quotate*, cit., p. 41; F.H. EASTERBROOK-D.R. FISCHER, *The Economic Structure* cit., p. 230; R. POSNER, *Economic Analysis*, cit., p. 466.

(57) Il condizionale è d'obbligo, dati i *caveat* che saranno illustrati nel paragrafo 4.

(58) In ordine alla clausola di riscatto in favore della società, fattispecie speculare a quella considerata, come strumento idoneo a fornire *ex ante* una soluzione ad eventuali conflitti endo-societari in strutture societarie nelle quali l'omogeneità della compagine azionaria ed il rapporto fiduciario tra soci assume un ruolo rilevante, assurgendo ad interesse collettivo dell'organizzazione, v. L. CALVOSA, *La clausola di riscatto*, cit., *passim*, spec. p. 5 ss., p. 212 ss.; M. PERRINO, *Le tecniche di esclusione del socio dalla società*, Milano, 1997, *passim*, spec. p. 356 ss.

Per una panoramica sui c.d. accordi di *buy-out* che, al fine di risolvere eventuali situazioni di disaccordo o di stallo tra soci, prevedono per tale evenienza il diritto di un socio di acquistare la partecipazione dell'altro socio v. G. DAINO, *Tecniche di soluzione del "deadlock": la disciplina contrattuale del disaccordo tra soci nelle joint ventures paritarie*, in *Dir. comm. int.*, 1998, I, p. 151 ss.

È opportuno tuttavia precisare che quanto esposto non implica l'inutilità del diritto al disinvestimento nelle società quotate, dove i soci esterni al "gruppo di controllo" hanno la possibilità di "votare con i piedi", cedendo sul mercato la partecipazione da loro detenuta laddove dissentano dalle scelte organizzative e di gestione compiute nella società. Anche in tali casi, infatti, il diritto in questione sembra poter svolgere una funzione positiva, seppur *residuale* rispetto a quella svolta dal mercato, in situazioni in cui la possibilità di cessione sul mercato viene meno (analogamente a quanto già disposto dal vigente art. 131 t.u.f. (59)) ovvero quest'ultimo non sia in grado di svolgere una adeguata "funzione disciplinare". Si pensi ad operazioni che - dettate da errate valutazioni o, peggio, da finalità "espropriative" nei confronti dei soci di minoranza - possano provocare un rilevante deprezzamento del valore di mercato nel momento stesso in cui vengano adottate e rispetto alle quali il riconoscimento di un diritto al disinvestimento al valore di mercato antecedente l'operazione del caso concreto consentirebbe ai soci dissenzienti di uscire dalla società senza subire le conseguenze patrimoniali di tali decisioni (60).

3.1 Cenni sull'indagine storica

L'interpretazione funzionale del "diritto al disinvestimento" come strumento di composizione *ex ante* dei molteplici interessi sottesi alla decisione di investimento nel capitale di rischio di società "governate" dalla regola di maggioranza è corroborata dalla ricostruzione storica degli istituti giuridici nei quali tale diritto trova riconoscimento. Invero, la connessione tra diritto al disinvestimento e introduzione del principio di maggioranza viene confermata osservando l'evoluzione sia dell'ordinamento societario statunitense (61) sia di quello italiano (62); entrambe le prospettive di analisi rivelano come l'introduzione, nel corso del diciannovesimo secolo, rispettivamente dell' "*appraisal right*" e del "diritto di recesso" sia stata dettata da una scelta di politica legislativa volta ad agevolare il passaggio nell'organo assembleare dalla regola dell'unanimità al principio del dominio della maggioranza, senza con questo disincentivare l'investimento nel capitale di rischio delle imprese da parte degli azionisti-investitori che non appartenessero al gruppo di controllo dell'impresa sociale.

È interessante in particolare sottolineare, seppure sinteticamente, il peculiare sviluppo dell'ordinamento italiano, dove il diritto di recesso fu introdotto dal codice commercia-

(59) Cfr. L. DE ANGELIS, *La perdita della quotazione in borsa: tutela dei soci e diritto di recesso*, in *Società*, 1996, p. 756; D. GALLETI, *Il recesso*, cit., p. 339 ss; M. NOTARI, *op. cit.*, p. 1112; P. SPADA, *Tipologia delle società e società per azioni quotate*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, p. 211 ss.

(60) Tuttavia, occorre rilevare che il legislatore in alternativa al diritto al disinvestimento potrebbe per le società quotate prevedere che laddove all'indomani di determinati eventi la quotazione del titolo registri un decremento, la società non sia tenuta ad acquistare la partecipazione dei soci dissidenti ma solo a rimborsare a questi il deprezzamento subito dal titolo. Per tale prospettiva v. B. LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 112.

(61) Cfr., per la letteratura statunitense sull'*appraisal right*, D. FISCHER, *The appraisal remedy in corporate law*, in *American Bar Foundation Research Journal*, 1983, p. 875; H. KANDA-S. LEVMORE, *The appraisal remedy and the goals of corporate law*, in *32 U.C.L.A. Law Review*, 1985, p. 429; B. MANNING, *The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker*, in *72 Yale Law Journal*, 1962, p. 223; M. SIEGEL, *Back to the future: appraisal rights in the twenty-first century*, in *32 Harvard Journal on Legislation*, 1995, p. 79.

(62) Per una dettagliata ricostruzione storica delle motivazioni sottese alla scelta del legislatore del 1882, della successiva evoluzione legislativa e degli orientamenti di giurisprudenza e dottrina dell'epoca cfr. S. PACCHI PESUCCI, *Autotutela dell'azionista e interesse dell'organizzazione*, Milano, 1993, p. 85 ss.

le del 1882 in concomitanza con l'espressa previsione della legittimità di modifiche a maggioranza dello statuto societario (63) e venne previsto con riferimento ai casi di fusione, reintegrazione o aumento di capitale, cambiamento dell'oggetto sociale, proroga della durata della società (64). Temendo le ricadute che il recesso avrebbe potuto avere sulla stabilità patrimoniale dell'impresa laddove fosse stato lasciato all'autoregolamentazione dei soci, il legislatore italiano ha proceduto nel corso degli anni a circoscriverne rigidamente l'ambito di applicazione. Dopo una serie di interventi legislativi di natura speciale volti a sospendere ("temporaneamente" in alcuni casi, "sino all'entrata del nuovo codice di commercio" in altri) l'operatività di alcune cause di recesso (65), il processo legislativo di definizione dell'istituto ha trovato compimento con il codice civile del 1942, che ha delimitato le ipotesi di recesso indicando tassativamente (66) fattispecie e criteri di valutazione della partecipazione del socio uscente.

4. I costi

Dopo aver esposto le ragioni per le quali il riconoscimento di un "diritto al disinvestimento" sembrerebbe in astratto costituire uno strumento di "governo societario" capace di favorire l'efficienza funzionale della struttura societaria conciliando tutela delle minoranze ed autonomia (organizzativa e gestionale) di chi controlla la struttura societaria, occorre ora porre in evidenza le rilevanti controindicazioni che rispetto a detto obiettivo l'istituto rivela. Tre appaiono essere i principali profili critici.

In primis, va rilevato che, in presenza di mercati dei capitali non perfettamente concorrenziali, la società (o i soci di maggioranza, laddove gravi su questi l'obbligo di riacquisto) può incontrare un rilevante vincolo finanziario nel reperimento dei mezzi patrimoniali con cui rimborsare i soci "uscenti", anche quando le misure adottate che legittimano

(63) Nell'art. 163 del cod. comm. 1865 si faceva un generico cenno alla possibilità di recesso dalle società commerciali. L'istituto non trovava però una sua regolamentazione e non era agganciato alla problematica delle modifiche statutarie: si prevedeva semplicemente che dovesse "risultare da espressa dichiarazione o deliberazione dei soci". Sebbene l'organizzazione della società fosse lasciata dall'art. 143 del cod. comm. agli accordi tra le parti (cfr. R. TETI, *Imprese, imprenditori e diritto*, in *Storia d'Italia, Annali*, 15 *L'industria*, Torino, 1999, p. 1220), la possibilità da parte dell'assemblea di modificare clausole statutarie era posta in dubbio dalla dottrina, persino nel caso di consenso unanime degli azionisti (cfr. G. FERRI, *La tutela delle minoranze nelle società per azioni*, cit.).

(64) Si registravano al tempo opinioni fortemente divergenti, sia in dottrina sia in giurisprudenza, sulla validità di una esclusione per via statutaria delle fattispecie legali di recesso: per una panoramica delle diverse posizioni cfr. S. PACCHI PESUCCI, *op. cit.*, p. 111 ss.

(65) Cfr. S. PACCHI PESUCCI, *op. cit.*, p. 116 ss.

(66) Come già esposto, la "Relazione ministeriale al codice civile" chiarisce che "nonostante qualche corrente contraria al mantenimento del diritto di recesso, si è ritenuto che questo dovesse essere conservato...pur riconoscendo giusta la tendenza della legislazione...di limitare i casi in cui il diritto stesso può essere esercitato" e conclude asserendo che "*così ridotti i casi in cui è ammissibile il recesso, è parso giusto stabilire la nullità dei patti statutarî che lo escludono o ne rendono più gravoso l'esercizio*" (corsivo aggiunto, n. 993). La stessa Relazione aggiunge inoltre che l'abolizione del diritto di recesso in caso di fusione, prevista dal precedente codice del commercio, è stata dettata dall'obiettivo di facilitare i processi di aggregazione industriale (n. 1023). Per le diverse posizioni assunte in dottrina in ordine alla tassatività dei casi di recesso v. gli Aa. citati *supra* nota 16.

Occorre peraltro ricordare che di recente il legislatore ha introdotto due nuove fattispecie legali di recesso: per l'introduzione della c.d. *golden share* negli statuti delle società "privatizzate" (art. 2, co. 2°, l.n. 474/1994) e per fusioni o scissioni di società quotata che comportino l'assegnazione di azioni non quotate (art. 13 l. n. 149/1992 confluito con modifiche nell'art. 131 t.u.f.).

l'uscita del socio dissenziente siano destinate ad incrementare il valore dell'impresa sociale (67). In estremo, la previsione di un "diritto al disinvestimento" può precludere l'adozione delle modifiche societarie interessate da detta previsione, finendo col subordinare l'interesse comune dei soci all'efficienza funzionale della struttura societaria alla contingente possibilità di soddisfacimento dell'interesse particolare dei soci dissenzienti. Situazione questa che, occorre notare, apre la strada anche al rischio di un comportamento opportunistico da parte della minoranza (68).

In secondo luogo, va osservato che l'operatività di un diritto al disinvestimento richiede un incremento dei tempi necessari per realizzare quelle variazioni dell'assetto organizzativo/operativo che legittimino l'uscita dei soci dissenzienti nonché un incremento dei costi sopportati dalla società per la realizzazione di dette modifiche (69). Ciò in particolare modo nel caso in cui il legislatore, o l'autonomia statutaria, rimetta la determinazione del valore della partecipazione del socio uscente al compimento di complesse e costose perizie aziendali; le quali possono a loro volta dare luogo ad un protratto e oneroso contenzioso giudiziario dall'esito quanto mai incerto, data l'inevitabile discrezionalità che ogni processo di valutazione sconta. Del resto non di rado si registrano sul punto controversie giudiziarie in quegli ordinamenti che legano il giudizio di valutazione non a predeterminati parametri oggettivi ma all'apprezzamento discrezionale vuoi di un soggetto terzo vuoi della stessa società chiamata a rimborsare i soci uscenti (70).

(67) Si dia ad esempio il caso in cui la società non disponga di beni facilmente liquidabili e problemi di asimmetria informativa impediscano alla società di segnalare al mercato l'effettivo valore dell'impresa e quindi di reperire i mezzi finanziari per consentire l'uscita dei soci che abbiano esercitato il proprio diritto al disinvestimento. V. in proposito F.H. EASTERBROOK-D.R. FISCHER, *Close Corporations and Agency Costs*, in 38 *Stanford Law Review*, 1986, p. 271; C.R. O'KELLY JR., *Filling gaps in the close corporation contract: a transaction cost analysis* in 87 *Northwestern University Law Review*, 1992, p. 216; E.B. ROCK-M.L. WATCHER, *Waiting for the omelet to set: match-specific assets and minority oppression*, in *Concentrated Corporate Ownership*, a cura di R. Morck, Chicago-London, 2000.

(68) Sul rischio di "opportunistico" (v. *supra* nota 39) della minoranza derivante dall'attribuzione di un diritto al disinvestimento v. la letteratura statunitense citata nella nota precedente.

(69) Persino nel nostro ordinamento, dove il legislatore ha optato, a discapito dei soci uscenti e della stessa effettività dell'istituto, per criteri di valutazione "rigidi" onde soddisfare anche esigenze di *certezza* e *rapidità* dell'organizzazione, il procedimento connesso al recesso risulta nella prassi alquanto macchinoso e protratto nel tempo (v. la rassegna di D. SPEDICATI, *Il diritto di recesso: il rimborso del recedente*, in *Riv. soc.*, 1993, p. 685). In ordine al problema della illegittimità, in pendenza del procedimento di liquidazione della partecipazione, dell'attuazione della delibera che provochi il recesso v. la dottrina e le considerazioni formulate *infra* nota 92.

(70) In proposito si considerino le controversie giudiziarie che si registrano in Germania (v. da ultimo la decisione della Corte Costituzionale tedesca, *BverfG* 27 aprile 1999, in *DB*, 1999, p. 1693 ss., di cui si dà notizia in *Riv. soc.*, 1999, p. 1454 ss.) e negli Usa (v. le decisioni citate in F. EASTERBROOK-D.R. FISCHER, *The Economic Structure*, cit.; S.D. GARDNER, *A step forward: exclusivity of the statutory appraisal remedy*, cit.; A. KHUTORSKY, *Coming in from the cold*, cit.; M. SIEGEL, *Back to the future*, cit.), dove la valutazione è rimessa al potere discrezionale della società o del socio riscattante e può essere impugnata davanti all'autorità giudiziaria se il valore non appaia congruo.

Merita inoltre segnalare che il progetto di riforma del diritto societario "De Gregorio" (che trovasi in *Riv. Soc.*, 1966, p. 93 ss.) prevedeva che il valore delle azioni non quotate fosse determinato "in base al valore netto effettivo del patrimonio sociale" e che la relativa deliberazione degli amministratori dovesse essere comunicata per raccomandata ai soci recedenti, legittimati ad impugnarla entro tre mesi dalla data di ricezione della comunicazione (vedasi il commento all'art. 21 di N. SALANITRO, *Diritto di recesso e criteri di liquidazione*, in F. Fenghi e A. Santamaria (a cura di), *La riforma delle società di capitali in Italia. Studi e dibattiti*, Atti del convegno internazionale di studio sulla riforma della società per azioni, Venezia 6-7-8- ottobre 1966, Milano, 1968, p. 1320).

4.1 La valutazione, nelle società quotate e nelle società non quotate

Il rilievo ora compiuto ci conduce all'ultima, non certo per importanza, delle controindicazioni che il diritto al disinvestimento presenta, ovvero al tema della valutazione della partecipazione del socio uscente. Perché il diritto al disinvestimento svolga la funzione che gli è propria (: incentivare l'investimento nell'organizzazione societaria senza intaccare l'efficienza funzionale di quest'ultima), è necessario che esso sia disciplinato in maniera tale da assicurare al socio uscente una somma pari al valore di mercato (*i.e.* il valore emergente da un'ipotetica contrattazione) della partecipazione nel momento immediatamente antecedente la vicenda che ne legittima l'egresso.

Infatti, l'attribuzione al socio uscente di una somma diversa, superiore o inferiore a quella ora indicata, costituirebbe una soluzione inadeguata per eccesso, in un caso, ovvero per difetto, nell'altro.

Per eccesso, in caso di sopravvalutazione, perché la società dovrebbe cedere al socio uscente una parte della ricchezza che confida di creare con l'operazione che legittima il disinvestimento, sebbene rispetto a quest'ultima il socio che ha optato per il disinvestimento sia del tutto estraneo e non sopporti alcun rischio di impresa. Tale esito sarebbe ingiustificato non solo sul piano dell'equità ma anche e soprattutto su quello dell'efficienza, in quanto comporterebbe *ex ante* per la maggioranza un *disincentivo*, se non un ostacolo a porre in essere variazioni (efficienti) dell'assetto societario allorquando queste legittimino i soci dissenzienti ad appropriarsi, mediante il diritto al disinvestimento ad esse riconosciuto, di una quota del valore atteso derivante da dette operazioni (71).

Per difetto, in caso di sottovalutazione della partecipazione rispetto al parametro sopra indicato, perché seguendo tale prospettiva si finisce col neutralizzare il diritto al disinvestimento, riducendolo ad un inutile ed ineffettivo orpello regolamentare, inadatto a fornire un indennizzo apprezzabile *ex ante* per i soci e dunque incapace di svolgere quella funzione di incentivo all'investimento che ne costituisce la ragione d'essere.

Ciò posto, occorre osservare che per quanto la possibilità di determinare il valore di mercato della partecipazione del socio uscente rappresenti una *condicio sine qua non* per l'efficace funzionamento di un diritto al disinvestimento, tuttavia non sembra enucleabile un criterio legislativo di valutazione capace di assicurare con sufficiente margine di certezza il rispetto di detta condizione.

(71) Cfr. in un ordine di idee analogo, seppur con un diverso quadro di riferimento, C. BRESCIA MORRA-C. SALLEO, *Transfers of corporate control: can they be pareto-efficient ?*, dattiloscritto consultato per cortesia degli Aa., i quali (richiamandosi all'analisi di L. BEBCHUK, *Efficient and inefficient sales of corporate control*, in *Quarterly Journal of Economics*, 1994, p. 957) osservano che laddove il prezzo (per azione) dell'o.p.a. obbligatoria fosse equivalente alla quotazione del titolo nel giorno in cui sorge l'obbligo di acquisto, detto istituto consentirebbe *solo* cambiamenti degli assetti proprietari efficienti, senza tra questi precluderne *alcuno*, come invece la teoria economica prevede che accada in presenza di una regola che fissi il prezzo (per azione) dell'o.p.a. facendo riferimento (in tutto o in parte) al prezzo pagato per il trasferimento del pacchetto di controllo. Per la soluzione indicata dagli Aa. citati v. P. MARCHETTI, *Osservazioni sui profili societari della bozza TU dei mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 144. Uno spunto in tal senso, seppure con alcuni caveat, anche in G. SICILIANO, *La regolamentazione dei trasferimenti del controllo e delle acquisizioni di società quotate. Efficienza economica e protezione degli azionisti di minoranza*, in *Banca, impresa, società*, 1997, p. 357.

La scelta tra diversi criteri di valutazione è infatti un processo necessariamente ed intrinsecamente discrezionale, che sconta un inevitabile grado di aleatorietà circa gli esiti a cui la stessa può condurre nei singoli casi (72), si tratti di società quotate o non.

Per le società quotate, potrebbe *prima facie* apparire una soluzione soddisfacente fare esclusivo riferimento alla quotazione della società nel momento precedente il compimento dell'operazione che legittima il disinvestimento. Tuttavia, tale criterio potrebbe suscitare perplessità, e dunque richiedere un correttivo, per un duplice ordine di ragioni.

In primo luogo, perché, se volessimo assicurare al socio uscente una somma pari al valore di mercato della partecipazione "al netto" della vicenda che ne legittima l'ingresso, occorrerebbe scomputare dalla quotazione del titolo al momento del compimento dell'operazione da cui il socio dissenta ogni apprezzamento o deprezzamento provocato dalla comunicazione al mercato della "notizia" afferente l'operazione in questione. Procedimento questo che risulta particolarmente complesso ed incerto in quanto presuppone a sua volta la scomposizione della variazione di prezzo di un titolo nelle diverse componenti attribuibili, rispettivamente, (i) all'andamento del mercato (*i.e.* a variabili macroeconomiche) e (ii) alla modifica societaria che legittima l'uscita del socio (*i.e.* alla variabile idiosincrica) (73).

In secondo luogo, perché i corsi ufficiali di borsa non risultano sempre affidabili nell'esprimere in un dato momento il reale valore di mercato dell'impresa(74), in particolare modo in presenza di inefficienze dei mercati (75). Si potrebbe dunque ritenere giustificato correggere il valore di riferimento fornito dal mercato in un dato momento, vuoi facendo riferimento al prezzo medio ponderato del titolo in un determinato arco di tempo,

(72) Sulla valutazione dell'azienda in generale cfr., per tutti, L. GUATRI, *La valutazione delle aziende, Teoria e pratica dei Paesi avanzati a confronto*, Milano, 1994, *passim*.

(73) Né è priva di aspetti critici la soluzione alternativa, consistente nel fare riferimento al corso del titolo nel momento precedente la diffusione della notizia concernente la modifica che legittima il recesso. Si consideri infatti che, al di là delle difficoltà connesse all'individuazione del momento in questione, adottando tale criterio nel calcolo del valore della partecipazione non si terrebbe conto delle variazioni che il corso del titolo azionario registra a causa di variazioni del mercato (*i.e.* di variabili macroeconomiche del tutto estranee alla vicenda che legittima il recesso) nell'arco di tempo (che può essere notevole) che intercorre tra la diffusione della notizia e l'adozione della decisione. In caso di andamento al rialzo del mercato la maggioranza potrebbe allora decidere di anticipare la diffusione della notizia, privando i soci recedenti di una parte della ricchezza loro spettante, mentre in caso di andamento al ribasso del mercato nell'arco di tempo in considerazione la decisione di recedere di alcuni soci potrebbe essere dettata esclusivamente dal fine opportunistico di sottrarsi agli effetti della congiuntura negativa.

(74) Anche i sostenitori della teoria dell'efficienza dei mercati riconoscono che in un *dato momento* le valutazioni del mercato possano non rispecchiare i fondamentali dell'impresa; tuttavia - secondo la letteratura in questione - tali deviazioni sono rapidamente riassorbite nei prezzi come conseguenza di una serie concomitante di fattori. Pertanto, i prezzi di mercato finiscono col riflettere le informazioni rilevanti per la valutazione dell'impresa: cfr. R.J. GILSON-R.H. KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 *Virginia Law Review*, 1984, p. 549, in R.J. GILSON-B. BLACK, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1995, New York, p. 139 ss., ove si trovano anche alcuni estratti della più recente letteratura sui limiti della *efficient capital markets hypothesis*.

(75) Il dibattito sull'efficienza dei mercati permane aperto in letteratura, cfr. di recente R. BALL, *The Theory of Stock Market Efficiency: Accomplishments and Limitations*, in *The New Corporate Finance: Where theory meets practice*, a cura di D.H. CHEW JR., Boston, 1999, p. 35 ss.; E.F. FAMA, *Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance*, 49 *Journal of Financial Economics*, 1998, p. 283; H.S. SHEFRIN, *Beyond Greed and Fears. Understanding Behavioral Finance and Psychology of Investing*, Cambridge (Mass), 2001, *passim*; R.J. SHILLER, *Irrational Exuberance*, Princeton, 2000, *passim*. Per una rassegna della letteratura sull'argomento, cfr. A. PACCES, *Financial intermediation in the securities markets: law and economics of conduct of business regulation*, in 20 *International Review of Law and Economics*, 2000, p. 492.

vuoi demandando a chi deve determinare il valore della partecipazione la decisione discrezionale (sia nell'*an* sia nel *quantum*) circa il ricorso ad ulteriori criteri di valutazione della società (quali, ad esempio, il patrimonio netto rettificato a valore corrente, l'andamento e le prospettive reddituali della società, il prezzo medio ponderato di mercato del titolo in un certo lasso di tempo, ecc.), in concomitanza con il corso ufficiale di borsa del titolo (76). Anche dette soluzioni si presentano tuttavia non del tutto prive di controindicazioni. La prima, vale a dire l'adozione del criterio del prezzo medio ponderato, potrebbe condurre alla determinazione di un prezzo eccessivamente svincolato dall'effettivo valore dell'impresa nel momento in cui matura il diritto al disinvestimento (specie quando il lasso di tempo preso in considerazione è ampio (77)) e potrebbe dunque, a seconda del caso concreto, comportare un arricchimento del socio uscente del tutto ingiustificato o, al contrario, potrebbe rivelarsi per quest'ultimo eccessivamente penalizzante (78). La seconda, perché apre la strada ad esiti non facilmente prevedibili *ex ante* e peraltro non elimina il rischio di errore: come la quotazione che si registra in un mercato regolamentato potrebbe non essere in grado di esprimere correttamente il valore di una partecipazione, a maggior ragione potrebbe non esserlo un singolo soggetto (79), quale che fosse la sua competenza professionale.

(76) Merita ricordare che l'art. 50 del Regolamento Consob in materia di emittenti con riferimento alla fattispecie dell'o.p.a. residuale *ex art.* 108 t.u.f. non adotta, sebbene la *ratio* di tale istituto sia sostanzialmente la stessa sottesa al recesso (*cf.* par. 1), il criterio della media semestrale previsto dall'art. 2437, 2° co., c.c., e richiamato dall'art. 131 t.u.f., ma dispone che "la Consob nella determinazione del prezzo di offerta tiene conto, *tra l'altro*, dei seguenti elementi: a) corrispettivo di un'eventuale offerta pubblica precedente; b) prezzo medio ponderato di mercato dell'ultimo semestre; c) patrimonio netto rettificato a valore corrente dell'emittente; d) andamento e prospettive reddituali dell'emittente" (corsivo aggiunto).

Impostazione analoga sembra essere accolta anche dal recente orientamento della Corte Costituzionale tedesca (*BverfG* 27 aprile 1999, cit.) che, in tema di *abfindung recht* (diritto al rimborso), ha statuito che spetterà al giudice adito valutare nel caso concreto se la quotazione ufficiale di borsa rifletta o meno il valore di scambio della società ed adottare in caso negativo gli opportuni correttivi.

L'ampiezza del dibattito americano circa i metodi di valutazione della partecipazione in caso di *appraisal right* consente solo di rinviare a L. A. BEBCHUK-M KAHAN, *The 'Lemons Effect' in Corporate Freeze-Outs*, in *NBER Working paper Series, Working paper 6938*; R.C. CLARK, *Corporate Law*, cit., p. 452 ss.; F.H. EASTERBROOK-D.R. FISCHER, *The Economic Structure*, cit., p. 152 ss.; R. ROMANO, *Answering the wrong question: the tenuous case for mandatory corporate laws*, in *89 Columbia Law Review* 7, 1989, p. 1613; M. SIEGEL, *Back to the future*, cit.; Nota redazionale, *Using capital cash flows to value dissenters' shares in appraisal proceedings*, in *111 Harvard Law Review* 7, 1998, p. 2099.

(77) Questa, come noto, è la soluzione adottata in Italia dell'art. 2437 c.c., che individua il valore della partecipazione in una società quotata nel prezzo medio nell'ultimo semestre.

Si rileva rispetto a quest'ultima previsione che potrebbe ritenersi preferibile, dato l'inconveniente sopra indicato (nel testo), la soluzione adottata dall'ordinamento spagnolo (art. 147, *Ley 1564/1989*) che indica nel trimestre il lasso di tempo da prendere in considerazione per la determinazione del prezzo della partecipazione del socio uscente.

(78) Per un'esemplificazione di casi in cui il criterio della media semestrale condurrebbe ad esiti "aberranti" v. D. GALLETTI, *Il recesso*, cit., p. 410 ss. nonché da ultimo Trib. Milano, 23 marzo 1998, in *Società*, 2001, p. 309.

(79) "La caratteristica peculiare di un ordine economico razionale è determinata precisamente dal fatto che la conoscenza delle circostanze di cui dobbiamo fare uso non esiste mai in una forma concentrata od integrata ma solamente in forma di pezzettini dispersi di conoscenza incompleta e spesso contraddittoria che ogni singolo individuo possiede...Per dirla in breve il problema è quello dell'utilizzazione della conoscenza che non è data a nessuno nella sua totalità": così (traduzione di F. ROMANI, *I limiti della politica economica*, in *Id., La società leggera*, Venezia, 1995, p. 56) F.A. HAYEK, *The Use of Knowledge in Society*, in *Individualism and economic order*, Chicago, 1949, p. 77, il quale peraltro non esclude affatto che una regolamentazione dell'attività economica sia opportuna; v. sul punto *Id.*, *Economic Policy and the Rule of Law*, in *The Constitution of Liberty*, London-New York, 1960, p. 220 ss.

Il problema della valutazione emerge in maniera ancora più evidente con riferimento alle società non quotate, dove la mancanza di un corso ufficiale di borsa al quale poter fare riferimento impone il ricorso vuoi ai criteri ordinariamente utilizzati ai fine della redazione del bilancio di esercizio (80), vuoi ad un criterio composito, risultante dall'utilizzo di più parametri di valutazione congiunti (81). Anche queste soluzioni non sono tuttavia prive di inconvenienti. Per quanto concerne la prima, è stato più volte in dottrina (82) rilevato che il bilancio di esercizio viene redatto, nel nostro come in altri ordinamenti, secondo criteri (quello della prudenza, del costo storico, del limitato computo dei beni immateriali, ecc.) che rispondono ad una logica di continuazione dell'impresa sociale e sono pertanto inadeguati, di regola a svantaggio del socio uscente (83), a riprodurre un'immagine fedele dell'effettivo valore di mercato dell'impresa. D'altro canto, la seconda soluzione potrebbe essere ritenuta inopportuna in considerazione del margine di *incertezza* che presenta nella determinazione del valore della partecipazione (con le implicazioni già illustrate riguardo ad eventuali sopravvalutazioni o sottovalutazioni della medesima), nonché per l'incremento delle controversie giudiziarie che dalla medesima potrebbe scaturire.

5. Autonomia statutaria, tutela dei creditori e interesse alla conservazione dell'impresa sociale

Alla luce della elevata variabilità di benefici e di costi che la previsione di un "diritto al disinvestimento" comporta in relazione ai motivi esposti nel precedente paragrafo, viene spontaneo domandarsi se piuttosto che una regolamentazione di carattere imperativo, come attualmente predisposto dal nostro legislatore, non sia opportuna una normativa derogabile, che lasci la possibilità agli statuti di decidere se e in quali casi prevedere la facoltà di disinvestimento del singolo socio e le sue specifiche modalità di attuazione.

Tale conclusione sarebbe condivisibile sia sul piano dell'efficienza allocativa sia sul piano equitativo nella misura in cui si dimostrasse:

(80) Come noto, per le società non quotate il legislatore italiano dispone che le azioni vengano rimborsate facendo riferimento al "patrimonio sociale risultante dal bilancio dell'ultimo esercizio". Rinviando a quanto detto nel testo circa l'inadeguatezza dei criteri di redazione del bilancio ordinario a fornire una rappresentazione dell'effettivo valore di mercato di un'azienda in un dato momento, occorre anche osservare che il patrimonio sociale potrebbe subire variazioni rilevanti tra il momento in cui esso viene "fotografato" dall'ultimo bilancio di esercizio ed il momento in cui viene a integrarsi il diritto al disinvestimento; a seconda delle eventualità, dunque, tramite l'esercizio del recesso il socio ricaverebbe una plusvalenza ovvero una minusvalenza sulla base di circostanze che non trovano alcuna giustificazione, né sotto il profilo dell'efficienza né sotto quello dell'equità. Pertanto sembra in ogni caso soluzione più corretta sul piano logico-giuridico imporre la redazione di uno specifico bilancio con riferimento alla data dell'operazione che legittima il disinvestimento del socio. Sottolinea già nel quadro normativo vigente la necessità di "...affiancare al bilancio annuale una situazione contabile aggiornata..." M.S. DESARIO, *Bilancio ordinario e bilanci di liquidazione nelle società per azioni*, Milano, 1998, p. 41.

(81) Ad un criterio composito di valutazione si ricorre del resto nella prassi societaria in caso di scambio di fusione ovvero di determinazione del sovrapprezzo delle azioni di nuova emissione; v. sul punto G. MUCCIARELLI, *Il sovrapprezzo delle azioni*, Milano, 1997, *passim*; M. TRONTI, *In tema di rimborso delle azioni al socio che recede da una società per azioni*, in *Contratto e impresa*, 1996, p. 441.

(82) Cfr., per tutti, nella letteratura economica P. CAPALDO, *Reddito, capitale e bilancio di esercizio*, Milano, 1998, p. 25 ss; in quella giuridica M.S. DESARIO, *Bilancio ordinario e bilanci di liquidazione*, cit., p. 23 ss. (ove ulteriori riferimenti bibliografici).

(83) Non si può escludere, seppure appaia più probabile l'ipotesi inversa, che l'applicazione di criteri quali, ad esempio, quello del costo storico conduca ad un'ingiustificata locupletazione a favore del socio recedente.

- i) che lasciare all'autonomia statutaria la previsione dei casi che legittimano il disinvestimento non imponga a terzi (siano questi i creditori della società ovvero la collettività considerata nel suo complesso (84)) costi che non siano da questi volontariamente sostenuti (*i.e.* "esternalità negative");
- ii) che non sussistano fattori tali da impedire ai soci di valutare effettivamente e correttamente costi e benefici delle scelte statutarie in ordine al diritto al disinvestimento in relazione alle specificità dell'impresa interessata; in altri termini, che nella contrattazione tra soci non sussistano elementi che inducano a ritenere che si sia in presenza di un "fallimento del mercato".

Per quanto concerne il primo profilo (*sub i*), la riflessione può essere condotta senza differenziazione tra i modelli socio-economici di riferimento dei diversi "tipi legali" di società che il legislatore potrebbe, *de iure condendo*, predisporre. L'analisi muove quindi da una ricognizione delle ripercussioni che il diritto al disinvestimento ha sui creditori della società (fornitori, finanziatori, dipendenti, ecc.) per poi soffermarsi sull'assunto secondo il quale l'asserito interesse generale alla conservazione delle imprese dovrebbe precludere il potere di autoregolamentazione dei soci circa il profilo in considerazione.

5.1 La tutela dei creditori

Come si è già avuto modo di esporre (85), nella struttura societaria il diritto dei soci di percepire tutto ciò che residua dopo il pagamento dei creditori (*residual claim*) è intrinsecamente correlato al fatto che sono i primi a sopportare il c.d. *rischio residuale* (*residual risk*) (86). In conseguenza di ciò, i creditori della società sono disposti a chiedere una remunerazione del loro investimento inferiore a quella che pretenderebbero laddove i soci (ed i loro creditori personali) (87) non fossero postergati. Si potrebbe da tale constatazione concludere che si possa lasciare all'autonomia statutaria la scelta tra una regolamentazione del diritto di recesso rigida, idonea cioè a garantire i creditori in ordine alla loro prelazione sul patrimonio sociale, ovvero la sopportazione di costi di contrattazione più elevati. Tuttavia tale soluzione, anche a prescindere dai problemi che essa porrebbe per la tutela di eventuali "creditori involontari" (88), sembra doversi scartare in quanto condurrebbe ad un *indiscriminato* incremento dei costi di contrattazione nei rapporti facenti capo alle società. Infatti, se l'ordinamento consentisse ai soci di introdurre nuove cause di recesso

(84) Come già esposto *supra* par. 1 e par. 3.1, la rigida regolamentazione che nel nostro ordinamento ha interessato il diritto di recesso è stata dettata anche da una scelta di politica del diritto mirante a tutelare l'interesse generale alla conservazione dell'impresa sociale, interesse che sarebbe stato minacciato dal riconoscimento dell'autonomia statutaria.

(85) *Supra* par. 3.

(86) Vale a dire il rischio che dopo il pagamento dei creditori la società sia incapiente o comunque il suo patrimonio sia insufficiente a soddisfare le originarie aspettative di rischio/rendimento con riferimento alle quali i soci hanno deciso di effettuare l'investimento nella società.

(87) Sull' "autonomia patrimoniale" delle società v. nella dottrina italiana, per tutti, G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, cit., p. 39 ss., ove ulteriori riferimenti. Per una recente esposizione analitica della funzione essenziale (*i.e.* non replicabile contrattualmente) che la disciplina delle "entità legali" (la *organizational law*) svolge nell'individuare un patrimonio dedicato all'attività d'impresa, giuridicamente distinto dal patrimonio personale dei "proprietari" dell'impresa e quindi sottratto, con intensità diversa a seconda della disciplina, alla garanzia patrimoniale dei loro creditori personali v. H. HANSMANN-R. KRAAKMAN, *Il ruolo essenziale dell'organizational law*, in *Riv. soc.* 2001, p. 21 ss.

(88) Si definiscono "creditori involontari" soggetti quali l'Erario ovvero i titolari di pretese creditorie di fonte extracontrattuale che non partecipano ad alcun processo di contrattazione (sul problema di *moral hazard* che l'istituto della responsabilità limitata implica nei loro confronti: v. H. HANSMANN-R. KRAAKMAN, *The end of history for corporate law*, in *Yale law School Working Paper n° 280*; *NYU Working Paper n° 013*).

e quindi recedere senza alcuna limitazione rispetto alle ragioni dei creditori della società (persino nel caso in cui la liquidazione della loro partecipazione portasse all'insolvenza della società), questi ultimi sarebbero sotto la costante minaccia di vedersi sottratta dai soci recedenti, che dispongono di un indubbio vantaggio informativo sulle condizioni della società, l'unica garanzia patrimoniale di cui dispongono: il patrimonio sociale. Per porre rimedio a tale situazione le controparti delle società di capitali sarebbero costretti *di volta in volta* a chiedere alle società garanzie di astensione dall'esercizio del recesso o di non introduzione in futuro di nuove cause di recesso o, ancora, dovrebbero pretendere *indistintamente* una remunerazione ben più elevata per il servizio prestato o la somma finanziata.

Pertanto, se si vuole evitare un probabile incremento dei costi di contrattazione (e al contempo fornire un'adeguata tutela ad eventuali "creditori involontari") il riconoscimento dell'autonomia statutaria in tema di diritto al disinvestimento a carico della società deve necessariamente accompagnarsi alla predisposizione di una normativa imperativa che garantisca che il procedimento di disinvestimento si svolga con modalità tali da non vanificare il criterio secondo cui le ragioni dei soci sono postergate a quelle dei creditori. L'esigenza di tutela degli interessi dei creditori non esclude quindi aprioristicamente la possibilità di riconoscere l'autonomia statutaria dei soci in tema di "diritto al disinvestimento" ma richiede una regolamentazione del procedimento di liquidazione della partecipazione capace di contemperare interesse dei soci e quello dei creditori; senza peraltro escludere che i singoli creditori possano contrattualmente rinunciare, in via preventiva, ad avvalersi delle cautele predisposte a loro tutela dall'ordinamento.

Passando a i concreti modelli di disciplina del procedimento di liquidazione del socio uscente, si deve ricordare come una parte della dottrina (89) risolva il problema della necessaria tutela dei creditori asserendo che, laddove il recesso previsto dallo statuto si realizzi attraverso una riduzione del capitale sociale (90), i creditori possano comunque fare opposizione a quest'ultima *ex art. 2445 c.c.*

Sotto un profilo *de iure condendo* occorre tuttavia rilevare che l'istituto dell'opposizione *ex art. 2445 c.c.* appare uno strumento inopportuno per eccesso, da un lato, e per difetto, dall'altro (91).

(89) Cfr. F. FERRARA JR.-F. CORSI, *op. cit.*, p. 611; P.G. JAEGER-F. DENOZZA, *Appunti*, cit., p. 501; R. NOBILI-M.S. SPOLIDORO, *La riduzione di capitale*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 6, I, Torino, 1993, p. 438 (secondo i quali il diritto di opposizione dei creditori sarebbe esercitabile solo rispetto alle ipotesi di recesso previste dallo statuto e non in relazione alle fattispecie di recesso previste dal c.c.). Ritengono applicabile l'art. 2445 c.c. in caso di riduzione di capitale strumentale alla liberazione dei fondi per il rimborso dei soci recedenti anche G. CABRAS, *Le opposizioni dei creditori nel diritto delle società*, Milano, 1978, p. 68, e, pur escludendo l'autonomia statutaria sul punto, A. MUSSO, *La rilevanza esterna del socio nelle società di capitali*, Milano, 1996, p. 206; S. PACCHI PESUCCI, *Autotutela dell'azionista*, cit., p. 176. *Contra* tra gli altri, G.F. CAMPOBASSO, *op. cit.*, p. 455; F. DI SABATO, *Manuale*, cit., p. 360; G. GRIPPO, *op. cit.*, p. 187; e, più di recente, D. GALLETTI, *Il recesso*, cit., p. 262 ss.

(90) In alternativa al rimborso attraverso riduzione del capitale la società può, nei limiti stabiliti dall'art. 2357 c.c., acquistare le azioni proprie detenute dai soci recedenti, cfr. D. GALLETTI, *Il recesso*, cit., p. 126 ss.; R. NOBILI-M.S. SPOLIDORO, *La riduzione di capitale*, cit., p. 434. Per una rassegna della prassi v. D. SPEDICATI, *Il diritto di recesso: il rimborso del recedente*, cit.

(91) Si ricorda che il diritto di opposizione dei creditori alle riduzioni di capitale volontarie è una misura imposta, solo per le società per azioni, dalla seconda direttiva comunitaria in materia di società 77/91/CEE, art. 32, 2° comma.

Per eccesso, perché sottopone la società ad una condizione di incertezza - circa la possibilità di porre in essere l'operazione che legittima l'egresso del socio (92) - per un lasso di tempo (tre mesi) (93) che potrebbe essere del tutto ingiustificato, in quanto la riduzione del capitale non necessariamente compromette, da un punto di vista sostanziale, le ragioni dei creditori (94).

Per difetto, perché non sempre i creditori sono in grado di sopportare i costi di monitoraggio della situazione patrimoniale e dell'attività della società debitrice per poter presentare tempestivamente opposizione, come dimostra lo scarso ricorso all'opposizione *ex art* 2445 c.c. che si registra nella prassi societaria italiana (95).

Potrebbe allora ritenersi più adeguata la soluzione disegnata dagli artt. 80, 81 e 103 della recente legge spagnola di disciplina della società a responsabilità limitata (96) che in caso di riduzione del capitale sociale per "separaciùn" dei soci (97) dispone che questi ultimi siano responsabili, nei limiti di quanto percepito, solidalmente tra loro e con la società dei debiti sociali precedenti al momento in cui la riduzione di capitale è opponibile ai terzi (98); in aggiunta a tale misura, viene riconosciuta agli statuti la *facoltà* di prevedere

(92) Parte della dottrina (F. FERRARA JR.-F. CORSI, *op. cit.*, p. 611; S. PACCHI PESUCCI, *Autotutela dell'azionista*, cit. p. 178; G. PRESTI, *Questioni in tema di recesso di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 1982, I, p. 118 s.) ritiene che la società non possa dare esecuzione alle deliberazioni dalle quali trae origine il diritto del socio di recedere qualora non fosse attuabile, per l'accoglimento dell'opposizione dei creditori, la riduzione del capitale strumentale alla liberazione dei fondi necessari al rimborso (*contra*, tra coloro che ritengono applicabile l'art. 2445 c.c., U. BELVISO, *op. cit.*, p. 86; F. FENGLI, *op. cit.*, p. 128; R. NOBILI-M.S. SPOLIDORO, *op. cit.*, p. 437). A prescindere dalla correttezza di tale interpretazione del quadro normativo vigente, sembra che, *de iure condendo*, tale conclusione dovrebbe essere quella da preferire per i casi di recesso previsti dallo statuto: diversamente, laddove si ritenesse che in caso di opposizione (vittoriosa) alla riduzione del capitale la delibera della società fosse comunque attuabile, e fosse piuttosto precluso il recesso ai soci dissenzienti, si finirebbe col mortificare la funzione del recesso quale strumento capace di fungere *ex ante* da argine al dominio della maggioranza.

(93) Si potrebbe obiettare rispetto a tale rilievo che se la modifica fosse efficiente e vi fossero esigenze di rapidità, il socio di controllo potrebbe riscattare personalmente la partecipazione dei recedenti sulla base dei criteri di calcolo previsti per il recesso, senza dover aspettare il decorso dei tre mesi. Né il socio recedente potrebbe in tal caso rifiutarsi di cedere la partecipazione, assumendo un atteggiamento "opportunistico" nei confronti della maggioranza assembleare, in quanto violerebbe in modo evidente il principio di correttezza e buona fede, avendo già dichiarato con la comunicazione di recesso di consentire alla liquidazione della sua partecipazione.

Tuttavia, occorre notare che l'obiezione appena ipotizzata non terrebbe conto dei problemi di reperimento dei mezzi finanziari che un singolo socio, o un gruppo di soci, può incontrare in presenza di mercati dei capitali non perfettamente concorrenziali.

(94) Giova al riguardo richiamare le parole di P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni sul gruppo (non creditizio)*, in corso di pubblicazione in *Riv. dir. comm.*, I, 2001, che osserva criticamente come nel dibattito sulla tutela dei creditori nel fenomeno societario l'attenzione sia stata "centrata...su dati patrimoniali più che reddituali, a conferma di un'ottica "privatistica" di indagine, quasi che la tutela dei creditori d'impresa debba consistere più nel patrimonio della società che non nella redditività dell'impresa...". Nella medesima prospettiva v. L. ENRIQUES, *As simple as it may be: the easy case against the second company law directive provisions on legal capital*, dattiloscritto consultato per cortesia dell'A.

(95) Cfr. F. DI SABATO, *La società a responsabilità limitata come tipo intermedio*, cit., p. 8. Ritiene "per nulla remota" l'eventualità che i creditori ignorino la pubblicazione della delibera che possa pregiudicare i loro interessi anche G. CABRAS, *L'attuazione della terza direttiva Cee e le fusioni eterogenee*, in *Riv. dir. impresa*, 1991, p. 461.

(96) *Ley 2/1995, Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada*.

(97) Sono previste sei cause legali di recesso e lo statuto può prevedere fattispecie ulteriori. Cfr. J. BRENES CORTÉS, *El derecho de separaciùn del accionista*, Barcellona, 1999, *passim*.

(98) La responsabilità dei soci è esclusa dalle legge spagnola se la società predispone contestualmente alla liquidazione delle partecipazioni dei soci uscenti una riserva indisponibile per cinque anni di importo pari alla somma complessivamente percepita dai soci.

un “diritto di opposizione dei creditori” alle riduzioni volontarie del capitale sociale, analogamente a quanto previsto dall’art. 2445 c.c.

Soluzione analoga è inoltre quella prevista dall’ordinamento inglese che, in caso di *redemption or purchase of shares out of capital* (99) in una *private company*, prevede che: (i) gli amministratori, su dichiarazione conforme degli *auditors*, attestino che la società è in buone condizioni e sia in grado di onorare i propri impegni almeno nell’anno successivo; (ii) qualora la società divenga insolvente nel periodo di riferimento gli autori della suddetta dichiarazione e i soci che abbiano ricevuto il versamento siano responsabili nei limiti di quanto è stato liquidato; (iii) i creditori possano comunque fare opposizione davanti al giudice entro cinque settimane dalla delibera di riduzione (100).

5.2 Il favor per la conservazione dell’impresa sociale

Esaminato il tema della tutela dei creditori, occorre soffermarsi sulla tesi (101) secondo la quale l’“interesse generale alla conservazione dell’impresa sociale” precluderebbe il riconoscimento del potere dispositivo dei privati circa il diritto al disinvestimento.

Tale tesi non appare condivisibile poiché la società è uno strumento dei soci per lo svolgimento in comune di un’iniziativa economica (102) e *la libertà di iniziativa economica*, costituzionalmente riconosciuta nel nostro ordinamento, implica la *libertà delle forme organizzative* attraverso cui l’impresa viene esercitata. Essa non può essere limitata in nome di un “interesse generale alla conservazione dell’impresa”, che così inteso (103) appare privo di fondamento giuridico ed economico nella misura in cui interferisce con la liber-

(99) Per *capital* ai fini della *section 171* del *Companies Act* deve intendersi qualsiasi fondo diverso dai profitti distribuibili e dal ricavato di una nuova emissione, sia o meno tale fondo qualificabile come capitale: v. , tra gli altri, S.W. MAYSON-D. FRENCH-C.L. RYAN, *Company law*, London, 2001, p. 304. La *section 159* del *Companies Act* prevede che gli statuti possano prevedere una opzione di riscatto anche in favore dell’azionista oltre che della società. La società può ricorrere al “capitale” nel riscatto o acquisto di azioni proprie solo dopo aver impiegato tutti gli utili disponibili e l’eventuale ricavato di una nuova emissione.

(100) Con riferimento a quest’ultima previsione, è opportuno sottolineare come le recenti proposte governative di riforma del diritto societario ne auspichino l’abolizione, confermando dunque il sospetto di superficialità di tale misura: v. il documento redatto dalla Commissione per la riforma del diritto societario inglese, *Company Law Review Steering Group, Consultation Documents, Company Formation and Capital Maintenance URN 99/1145* che trovasi su internet (sito del *Department of Trade and Industry*) alla pagina www.dti.gov.uk/cld/reviews/condocs.htm .

(101) V. la giurisprudenza e la dottrina citata *supra* nota 19.

(102) In ordine al noto dibattito circa l’inclusione o meno nell’ “interesse sociale”, con riferimento al nostro ordinamento, di interessi diversi da quello dei soci attuali (quali, a seconda delle tesi formulate in dottrina, l’interesse dei dipendenti; dei risparmiatori; dei soci futuri; dei creditori all’integrità del patrimonio sociale; dell’impresa in sé) non si può che rinviare, per l’economica del presente scritto, agli Aa. citati *supra* in nota 30, e in particolare alla ricostruzione critica, in una prospettiva “contrattualistica”, di D. PREITE, *Abuso di maggioranza*, cit., p. 8 ss. Più di recente sull’argomento v. L. ENRIQUES, *Il conflitto di interessi*, cit., p. 163 ss; P.G. JAEGER, *L’interesse sociale rivisitato (quarant’anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, p. 795 ss.

(103) È bene precisare che non si vuole con questo negare che in altre situazioni si possa legittimamente parlare di un “interesse generale alla conservazione dell’impresa”, ad esempio con riferimento all’esigenza di una regolamentazione volta ad *incentivare* la conservazione di complessi produttivi in crisi (laddove il valore aggregato dell’azienda risulti superiore alla somma dei suoi componenti) ovvero con riferimento ad un’eventuale politica di intervento a sostegno del tessuto produttivo nazionale (osserva come l’interesse ad evitare lo scioglimento di società in difficoltà o in crisi sia stato in passato “elevato al rango di “pubblico” nell’intento ora di salvaguardare il patrimonio industriale ad un tempo indirizzandone le produzioni, ora di mantenere inalterati i livelli occupazionali, ora di proteggere e favorire lo sviluppo di aree depresse” G. NICCOLINI, *Interessi pubblici e interessi privati nell’estinzione della società*, Milano, 1990, p. 76, ove ulteriori riferimenti bibliografici sull’argomento).

tà di scelta delle soluzioni organizzative ritenute più congeniali da coloro che sopportano il rischio d'impresa (104). Come si è avuto modo di vedere, il diritto al disinvestimento, pur rivelandosi *ex post* in taluni casi una minaccia alla stabilità ed efficienza dell'impresa sociale, può in altri essere *ex ante* funzionale ad una gestione più efficiente da parte dei soci, incentivando l'investimento nel capitale di rischio e riducendo il costo di quest'ultimo. Spetta dunque ai soci, nei modelli societari dove sia plausibile una contrattazione informata e consapevole tra gli stessi, la decisione circa l'opportunità di un ampliamento delle ipotesi di disinvestimento, con i rischi che ne conseguono (105). Del resto, a riprova del fatto che "nel nostro ordinamento il valore costituzionale di libera iniziativa economica espresso dall'art. 41 della carta fondamentale si realizzi non solo nel momento iniziale dell'accesso alla (ed in quello successivo dell'organizzazione della) attività d'impresa, ma altresì in quello ultimativo della sua dismissione" (106), va ricordato che i soci, nel nostro ordinamento come in quelli di altri Paesi ad economia di mercato avanzata, possono sciogliere la società quando vogliono e possono prevedere ipotesi di scioglimento ulteriori rispetto a quelle previste dalla legge (107).

6. Libera contrattazione e norme dispositive nelle società "chiuse" e nelle società "aperte"

Dopo aver posto in luce come né l'esigenza di tutela dei creditori né un preteso interesse generale alla "conservazione dell'impresa" costituiscano ragioni sufficienti per escludere il potere di autoregolamentazione dei soci circa il diritto al disinvestimento, resta da domandarsi - giusta quanto osservato in principio del paragrafo 5 - se e in che misura sia realistica l'affermazione secondo la quale i soci sono (o possono essere posti) in grado di valutare consapevolmente, in termini di costi e benefici, le diverse opzioni che il legislatore demanderebbe al loro giudizio laddove riconoscesse il potere di disciplinare mediante lo statuto il diritto al disinvestimento.

L'ipotesi sarà presa in considerazione distinguendo tra i diversi modelli socio-economici di "impresa collettiva" ai quali il legislatore, *de iure condendo*, potrebbe decidere di fare riferimento nel predisporre la regolamentazione di differenti "forme societarie".

Occorre infatti ricordare che sia il progetto di legge governativo sia la proposta di legge di iniziativa parlamentare muovono dalla premessa che si prospettino esigenze di regolamentazione diverse per, da un lato, le forme di impresa collettiva che ricorrono (o preve-

(104) Sull'importanza della libertà di scelta delle forme organizzative da parte degli attori economici come sistema di scoperta delle soluzioni più efficienti v. F.A. HAYEK, *Competition as a Discovery Procedure*, in *New Studies in Philosophy, Politics, Economics and the History of Ideas*, London-Henley, 1978, p. 179, e gli altri scritti citati *supra* in nota 79.

(105) Per completezza, si osserva che, quand'anche si condividesse l'autorevole e dibattuta tesi secondo la quale l'interesse generale è inderogabile all'adeguata capitalizzazione della società sia a fondamento del riferimento normativo contenuto nell'art. 2445 c.c. all' "esuberanza" del capitale quale presupposto della riduzione del capitale (per un quadro delle diverse posizioni in dottrina e giurisprudenza v. R. NOBILI-M.S. SPOLIDORO, *op. cit.*, p. 208 ss.), non sembra che ciò inciderebbe con le conclusioni a cui si giunge qui nel testo: altro è sostenere l'esistenza di un interesse generale ad un'adeguata capitalizzazione, il cui riconoscimento dovrebbe semmai condurre allo scioglimento della società che diviene sottocapitalizzata a causa del recesso, altro è affermare la sussistenza di un interesse alla conservazione dell'impresa che di per sé possa precludere l'adozione da parte dei soci di soluzioni organizzative che questi ritengono più opportune.

(106) Così G. NICCOLINI, *Interessi pubblici e interessi privati*, cit., p. 51.

(107) Più diffusamente sul punto v. ID., *Interessi pubblici e interessi privati*, cit., p. 45 ss., p. 630 ss.

dano di avere in futuro esigenza di ricorrere) al finanziamento esterno attraverso l'appello al pubblico risparmio per l'investimento in capitale di rischio e, dall'altro, quelle che non presentino tale esigenza. Sulla base di detta premessa in entrambi i progetti si opera una distinzione tra un "tipo societario" (o "sottotipo" (108)) al quale la facoltà in questione è riconosciuta (c.d. società "aperta") e una forma societaria alla quale essa è istituzionalmente preclusa (c.d. società "chiusa") (109). Distinzione questa che peraltro sarebbe, secondo autorevole dottrina (110), riscontrabile già nella contrapposizione tra s.p.a. e s.r.l. nell'ordinamento vigente.

6.1 Le società "chiuse"

Nelle società per le quali il legislatore disponga, in una ipotesi *de iure condendo*, una regolamentazione che precluda l'appello al pubblico risparmio per l'investimento nel capitale di rischio (111) (eventualmente contemplando un limite massimo al numero dei soci (112) ovvero altri strumenti idonei a disincentivare l'utilizzo di tale schema quando l'im-

(108) Nel progetto di legge di iniziativa parlamentare si registra una netta distinzione tra la "società per azioni", alla quale è riconosciuta la facoltà di appello al pubblico risparmio, e il sotto-tipo "società per azioni semplificata", alla quale è preclusa tale possibilità.

(109) Cfr. P. MARCHETTI, *L'autonomia statutaria nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2000, p. 562 ss. Rispetto a tale soluzione non sono mancate opinioni divergenti, tese a negare l'opportunità di addivenire ad una distinzione normativa, proponendo piuttosto la configurazione di un unico modello societario dotato della flessibilità necessaria a rispondere alle esigenze tanto delle società minori, quanto di quelle di più ampie dimensioni: tra gli altri, cfr. A. GAMBINO, *Le società per azioni non aperte al mercato*, in M. Porzio, M. Rispoli Farina e G. Rotondo (a cura di), *La riforma*, cit., p. 3 ss.; A. ROJO, *La sociedad anonima como problema*, in P. Abbadessa e A. Rojo, *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, Milano, 1994, p. 1 ss.

Si sottolinea in proposito che "l'appello al pubblico risparmio" è precluso sia alle *private companies* inglesi, sia alle *closely held corporations* statunitensi, sia alle *société à responsabilité limitée* francesi (v. *infra* nota 112).

(110) G. ZANARONE, *S.r.l. contro s.p.a. nella legislazione recente*, in *Giur. comm.*, 1995, I, p. 398 ss.

(111) Si chiamino dette strutture "società a responsabilità limitata" (così nella progetto di legge governativo) ovvero "società per azioni semplificata" (così nel progetto di iniziativa parlamentare).

(112) Può, in proposito, ricordarsi che l'ordinamento francese fissa in cinquanta il numero massimo dei soci di *société à responsabilité limitée* (ed in sette il numero minimo dei soci di *société anonyme*) e preclude ad essa l'appello al pubblico risparmio (cfr. G. ZANARONE, *S.r.l. contro s.p.a.*, cit., p. 426 nota 100); la normativa societaria di molti Stati americani, tra cui figura anche il *Delaware*, riserva l'accesso alla disciplina più flessibile prevista per le *close corporation* a società che abbiano cumulativamente o alternativamente, a seconda della legislazione statale di riferimento, i seguenti requisiti: un numero di soci inferiore a trenta/cinquanta unità; vincoli al trasferimento della partecipazione; astensione dall'effettuazione di "offerte al pubblico" ai sensi del *Securities Act* del 1933; *quorum* dell'unanimità per determinate delibere (cfr. C.F. GIAMPAOLINO, *Le società non quotate – Spunti di diritto statunitense*, in M. Porzio, M. Rispoli Farina e G. Rotondo (a cura di), *La riforma*, cit., p. 161). Si ricordi inoltre che l'ordinamento inglese prevedeva, ancora in un recente passato, un massimo di cinquanta soci per la *private company* (forma societaria a responsabilità limitata alla quale è preclusa la possibilità di fare "appello al pubblico risparmio", cfr. A. GUACCERO, *Gran Bretagna: public e private companies*, in M. Porzio, M. Rispoli Farina e G. Rotondo (a cura di), *La riforma*, cit., p. 169). L'opportunità di stabilire una soglia dimensionale massima per i soci della s.r.l. è stata specificamente presa in considerazione in seno alla "commissione Mirone", ma la rigidità di questo come di altri criteri limitativi è "apparsa alla maggioranza della Commissione in contrasto con il riconoscimento della libertà di scelta del modello societario...si è pertanto ritenuta preferibile la previsione di una disciplina di riforma congeniale alle esigenze di imprese a ristretta base sociale, ma ad esse non esclusiva" (così la *Relazione illustrativa* al disegno di legge delega di iniziativa governativa, che si può leggere in *Riv. Soc.*, 2000, p. 37). Sull'argomento deve, infine, segnalarsi che, in relazione alla contigua materia delle società mutualistiche, il nostro legislatore ha individuato nel numero dei soci - il quale deve essere non inferiore a tre e non superiore ad otto - il criterio identificativo della piccola società cooperativa (art. 21 l. 266 del 1997). Sulla rilevanza del dato numerico nella definizione del tipo societario v. G. PERONE, *Il tipo di società: profili di rilevanza del dato numerico*, dattiloscritto in corso di pubblicazione consultato per cortesia dell'A.

presa si rivolga al mercato per il finanziamento con capitale di rischio (113)) sembra plausibile affermare che sia piuttosto remota la possibilità che il contratto sociale non sia il prodotto di una contrattazione informata tra i soci.

Da un lato, infatti, è presumibile che i soci tendano a coincidere con la figura dei cc.dd. soci-imprenditori, vale a dire dei soci che effettuano l'investimento nel capitale di rischio della società perché interessati a partecipare direttamente, seppure con modalità ed intensità diverse, all'attività d'impresa svolta in forma collettiva e che possiedano quindi un apprezzabile grado di consapevolezza circa l'assetto organizzativo ed operativo dell'organizzazione imprenditoriale in cui effettuano il loro investimento (114).

Dall'altro, sembra ragionevole affermare che eventuali problemi di "asimmetria informativa" e di limitata capacità di previsione di futuri conflitti endo-societari, configurabili anche tra i partecipanti ad una società "chiusa" (115), possano nella prevalenza dei casi trovare risposta nella predisposizione di una organica disciplina legislativa di carattere derogabile che dovrebbe avere anche la funzione di stimolare una contrattazione specifica ed informata tra le parti del contratto sociale laddove queste ritenessero opportuna una soluzione diversa da quella delineata dal legislatore. In altre parole, la previsione legale avrebbe in tali ipotesi la funzione di fungere da "campanello d'allarme" per i potenziali partecipanti al contratto sociale (116), fornendo una risposta al problema di un'eventuale limitata capacità di previsione dei soci senza tuttavia comprimere la loro libertà di organizzazione dell'iniziativa economica (117).

(113) L'individuazione di indici numerici è ritenuta una soluzione "grossolan[a] e in ogni caso arbitrari[a]" da C. ANGELICI, *Soci e minoranze nelle società non quotate*, cit., p. 56, il quale osserva peraltro che l'attribuzione *ex lege*, nel modello societario "chiuso", al singolo socio della legittimazione a proporre l'azione sociale di responsabilità avrebbe, come ulteriore risvolto positivo, quello di "contribuire ad una corretta selezione ad opera dei privati dei modelli normativi cui s'intendano far corrispondere le esigenze proprie della "società aperta" e della "società chiusa"". Rileva infatti l'Autore che "un'azione di responsabilità sociale disponibile da ciascun socio, se specifica per le società "chiuso", può rappresentare un rilevante disincentivo ad utilizzare tale schema in ipotesi in cui in effetti ci si rivolge al mercato finanziario e si persegue quindi una rilevante diffusione della partecipazione tra il pubblico: un disincentivo, cioè, nei confronti di tentazioni ad eludere la disciplina (e le connesse garanzie per il mercato) destinata a regolare le "società aperte" " (così Id., *op. cit.*, p. 57, nota 39).

(114) Sulla classica distinzione tra soci imprenditori e soci non imprenditori v., per tutti, G. FERRI, *La tutela delle minoranze*, cit.

(115) Come è stato osservato, tra gli altri, da G. ZANARONE, *L'autonomia statutaria nella nuova s.r.l.*, in V. Afferni-L. De Angelis (a cura di), *"Progetto Mirone" e modelli organizzativi* cit., p. 25, anche nelle società chiuse le capacità di previsione del socio, persino del più avveduto, possono essere limitate ad un arco temporale relativamente circoscritto, anche perché in una società, spesso di tipo familiare, caratterizzata da un clima di partenza armonico e collaborativo, è difficile per i soci prefigurare ipotesi di conflitto.

(116) Sulla funzione informativa che le disposizioni derogabili possono svolgere, agevolando la conclusione di scambi efficienti cfr. I. AYRES-R. GERTNER, *Filling Gaps in Incomplete Contracts: An Economic Theory of Default Rules*, 99 *Yale Law Journal* 87, 1989. Per una disamina dei fattori che secondo la letteratura giuseconomica statunitense potrebbero indurre i contraenti ad "astenersi dalla stipulazione della clausola efficiente ed accontentarsi di quella per così dire "subottimale" proposta dall'ordinamento" v. C. MARCHETTI, *La "nexus of contracts" theory*, Milano, 2000, p. 102 ss., 141 ss.

(117) In un recente intervento di commento al "progetto Mirone", M. BELCREDI, *La corporate governance delle società non quotate*, in *Mercato concorrenza regole*, 2000, p. 399-400, afferma che l'assenza di norme imperative che regolino i rapporti tra i soci porrebbe nelle c.d. "società chiuse" "...problemi in tre casi principali, tutt'altro che meramente ipotetici: a) se alcuni soci non sono in grado di prevedere *ex ante* tutti i possibili eventi; ciò non è necessariamente connesso a limiti di razionalità o di capacità imprenditoriale (soci "sprovveduti"), ma può essere dovuto al fatto che una tale previsione *ex ante* può essere troppo costosa o addirittura impossibile, particolarmente nel caso del contratto di società, destinato a regolamentare i rapporti tra soci per un tempo anche assai lungo; b) se essi, malgrado siano in grado di effettuare tale previsione in modo corretto, si trovano in una situazione tale che l'alternativa rappresentata dalla mancata stipula è puramente ipotetica (soci "deboli" veri e propri, ad esempio lavoratori non assunti come dipendenti ma presi come soci dall'imprenditore); c) se l'alternativa rappresentata dalla mancata stipula è impossibile (soci "involontari", ad esempio eredi del socio fondatore). In simili casi, è evidente che l'ipotesi di *free bargaining* come "libera contrattazione tra uguali" non è realistica...".

In presenza di una disciplina legale organica ed esaustiva (118) si realizzano dunque nelle società “chiuso” quelle condizioni di libera ed informata contrattazione tra le parti che consentono di concludere che il legislatore dovrebbe riconoscere ai soci sia la facoltà di escludere, tramite previsione statutaria, alcune o tutte le fattispecie di disinvestimento previste dalla legge (autonomia in senso “restrittivo”), sia la possibilità di ampliare il no-

Segue nota 117

Delle tre ragioni addotte dall’Autore nel passo riportato, la prima e la terza non sembrano decisive per sostenere la necessità di una regolamentazione di carattere imperativo nelle società “chiuso”, mentre la seconda, seppur condivisibile, necessita una precisazione.

In ordine alla prima (*sub a*), si osserva che la predisposizione di una normativa adeguata, ma di carattere derogabile (v. *supra* nel testo corrispondente alla nota 116), può ovviare ad eventuali limiti di capacità previsionale dei soci, né la semplice affermazione che vi possano essere, in certi casi, soci “sprovveduti” è di per sé sufficiente, *senza alcuna quantificazione di tale rischio*, a giustificare la limitazione della libertà contrattuale e i costi che ne derivano (*i.e.* i costi diretti ed il costo-opportunità consistente nella perdita dei guadagni che possono derivare dall’autoregolamentazione come processo di scoperta delle soluzioni più efficienti).

Circa la terza motivazione addotta dall’Autore (*sub c*), va rilevato che le parti del contratto societario hanno già i corretti incentivi a contrattare una protezione adeguata per i propri “aventi causa” e possono inoltre regolare i rapporti concernenti la loro “successione” in maniera più efficiente di quanto faccia il legislatore, il quale dovrebbe pertanto limitarsi a predisporre una legislazione di carattere derogabile (cfr. sul tema, tra gli altri, L. CALVOSA, *op. cit.*, p. 295 ss; B. MANZONE-S. TRENTO, *Il trasferimento intergenerazionale delle imprese*, in BANCA D’ITALIA, *Il mercato della proprietà e del controllo delle imprese: aspetti teorici e istituzionali*, Roma, 1994, p. 483).

Venendo alla seconda (*sub b*), si osserva che per porre rimedio ad eventuali problemi di “dipendenza economica” e, più in generale, di “scelta limitata”, una rigida disciplina organizzativa non è certo l’unico mezzo (si pensi a strumenti alternativi quali il rafforzamento della concorrenzialità del mercato) e non è neanche il più efficace, considerato che una regolamentazione imperativa dell’organizzazione societaria difficilmente può spuntare le molteplici armi di cui dispone un soggetto posto in posizione di preminenza contrattuale (salvo che non si voglia limitare del tutto l’autonomia dei privati nella conformazione della struttura organizzativa e dunque negare la ragione stessa di un modello legale di “società chiusa”).

Non si vuole con questo certo negare l’opportunità di una disciplina organizzativa di carattere imperativo, ma solo segnalare che una regolamentazione *imperativa* dei rapporti tra i soci sembrerebbe doversi adottare, anche nelle “società chiuse”, solamente in quei casi in cui i *benefici* attesi da essa derivanti appaiano al legislatore chiaramente eccedere i *costi* che ogni norma inderogabile comporta (di nuovo: i costi diretti ed il costo-opportunità). Si pensi, per fare un esempio, a quelle disposizioni che il legislatore ritenga opportuno qualificare come “costitutive” del tipo legale “società chiusa” onde disincentivare “l’utilizzo di tale schema in ipotesi in cui in effetti ci si rivolge al mercato finanziario e si persegue quindi una rilevante diffusione della partecipazione tra il pubblico” (v. *supra* le considerazioni di C. ANGELICI riportate in nota 113 ed il testo corrispondente).

Sul fondamento ed i limiti dell’autonomia statutaria nelle società di capitali cfr. A. Munari e G.M. Zamperetti (a cura di), *Il diritto delle società tra controllo giurisdizionale e autonomia privata*, Milano, 1997; S. Rossi-G.M. Zamperetti (a cura di), *La corporate governance nelle società non quotate*, Milano, 2001. Per una panoramica delle diverse posizioni nella letteratura giuridica statunitense v. gli interventi nel numero monografico *Contractual Freedom in Corporate Law*, 89 *Columbia Law Review* 7, 1989.

(118) Disciplina che dovrebbe prevedere il diritto di disinvestimento in relazione a quelle modifiche statutarie che sembrano di regola incidere in maniera più rilevante sulle aspettative di investimento del socio. In tal senso, in aggiunta alle ipotesi attualmente previste dall’art. 2437 c.c., la funzione del diritto al disinvestimento del socio dissenziente potrebbe rivelarsi particolarmente efficace nei seguenti casi:

- introduzione o rimozione di vincoli alla circolazione della partecipazione (per l’incidenza di tali clausole sulle decisioni di investimento nel capitale di rischio di una società v. L. STANGHELLINI, *I limiti statutarie alla circolazione delle azioni*, Milano, 1997, p. 197 s; specificamente in relazione al diritto di recesso v. D. GALLETTI, *Il recesso*, cit., p. 353);
- proroga del termine (v. al riguardo le osservazioni di G. MARASÀ, *Modifiche del contratto sociale*, cit., p. 109);

vero delle cause di disinvestimento previsto dalla legge ovvero di predisporre criteri di rimborso più favorevoli (119) ai soci uscenti (autonomia in senso “ampliativo”).

La prima soluzione (autonomia in senso “restrittivo”) risponderebbe alle esigenze di quelle società in cui i soci concordino sull’esigenza di cambiamenti futuri dell’assetto societario (120) e abbiano un giustificato interesse (alla luce dei costi che l’esercizio del diritto al disinvestimento può comportare per la società) ad escludere la possibilità di un eventuale ripensamento o comportamento opportunistico (121) di uno dei soci, rischio che sarebbe invece ineliminabile laddove il diritto al disinvestimento fosse previsto imperativamente.

Del pari particolarmente apprezzata dai soci di una società “chiusa” potrebbe essere l’autonomia statutaria in senso ampliativo. Sono infatti già state illustrate le ragioni per cui tale misura potrebbe contribuire in modo particolarmente efficace ad incentivare l’investimento in capitale di rischio in tali strutture societarie (122).

Segue: nota 118

- scioglimento anticipato (v. G. NICCOLINI, *Scioglimento, liquidazione ed estinzione della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 7, III, Torino, 1997, p. 328 ss.);
- revoca dello stato di liquidazione (v. D. GALLETTI, *Il recesso*, cit., p. 324; G. NICCOLINI, *Scioglimento*, cit., p. 673-674);
- ingresso della società in un “gruppo” (sull’opportunità di tutelare i soci “esterni” tramite il diritto al disinvestimento gravante sulla società o sul socio di controllo, v., oltre alle recenti iniziative legislative (*supra* par. 1), le diverse posizioni di V. ALLEGRI, A. CERRAI, M.S. SPOLIDORO, P. BEZARD, G. MUCCIARELLI, C.B. VANETTI, in AA. VV., *I gruppi di società* (Atti del Convegno Internazionale di Studi, Venezia, 16-17-18 novembre 1995), Milano, 1996; L. ENRIQUES, *Il conflitto di interessi nella gestione delle società per azioni: spunti teorici e profili comparatistici in vista della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2000, p. 560; A. PAVONE LA ROSA, *Proposte di disciplina dei gruppi societari*, in *Riv. soc.*, 2000, p. 577); N. RONDINONE, *I gruppi di imprese fra diritto comune e diritto speciale*, Milano, 1999, p. 789 ss.
- introduzione o rimozione nell’atto costitutivo di clausole che prevedano la necessità del consenso unanime o di singoli soci al fine di modificare una o più norme statutarie (v. D. GALLETTI, *Il recesso*, cit., p. 331 ss.);
- possesso da parte di un soggetto di più del 90% del capitale di una società (per un obbligo di riscatto in tal caso gravante sul socio di controllo si è di recente espresso R. WEIGMAN, *I diritti delle minoranze*, in S. Rossi G.M. Zamperetti (a cura di), *La corporate governance nelle società non quotate*, cit., p. 18).

Per quanto concerne i criteri di liquidazione, come soluzione di *default* il legislatore potrebbe prescrivere per le società non quotate la redazione di una situazione patrimoniale aggiornata utilizzando i criteri di redazione del bilancio ordinario; criteri che, seppur inadeguati a rispecchiare l’effettivo valore dell’impresa, sono tuttavia idonei a salvaguardare la continuità dell’impresa sociale e pertanto appaiono come la soluzione preferibile in assenza di una diversa disposizione dei privati (v. *supra* par. 4.1). Per le s.p.a. quotate si potrebbe adottare il criterio adottato dalla legislazione spagnola delle media trimestrale, salvo imporre l’adozione di un criterio di valutazione composito quando per modifiche concernenti l’assetto societario intervenute nel lasso di tempo in considerazione il metodo della media trimestrale conduca a soluzioni irragionevoli (v. *supra* par. 4.1).

(119) Soluzione analoga è auspicata dalla Commissione governativa per la riforma del diritto societario inglese (*Company Law Review Steering Group*) nel rapporto *Law Commission Report, “Shareholder Remedies”* (1997), *Law Com No. 246*, (che si può trovare su internet alla pagina www.lawcom.gov.uk/library/lib-comp.htm) dove è previsto che la norma si limiti a prevedere la facoltà degli statuti di indicare quando e come sia possibile per un socio usufruire del diritto statutario di liquidazione della sua partecipazione.

(120) Ad esempio circa la futura espansione dell’impresa e la conseguente esigenza di trasformazione in s.p.a.; ovvero circa un eventuale trasferimento della sede all’estero; o ancora circa l’ampliamento dell’ambito di operatività e la conseguente modifica dell’oggetto sociale, e così proseguendo.

(121) Per una definizione di “comportamento opportunistico” vedi *supra* nota 39.

(122) V. *supra* par. 3.

È importante tuttavia sottolineare che tanto l'abolizione di una "causa di disinvestimento" prevista dalla legge quanto la soppressione di una fattispecie originariamente prevista dallo statuto (in aggiunta al nucleo di ipotesi dettate dal legislatore) dovrebbero comunque essere subordinate *ex lege* al consenso *unanime* della compagine sociale (123). Diversamente infatti, laddove fosse la maggioranza a poter decidere in ordine a suddetta modifica statutaria, il diritto al disinvestimento non avrebbe ragione di essere perché cesserebbe di fornire al singolo socio di minoranza la garanzia di potersi sottrarre all'arbitrio della maggioranza (124).

6.1.1 Il diritto al disinvestimento per "giusta causa"

Nel corso del corrente dibattito sulla riforma degli strumenti di *exit* nelle società chiuse è stata anche da più parti formulata la proposta di introdurre con norma *imperativa* un diritto di recesso "per giusta causa". In tal senso, il già citato progetto di legge di iniziativa parlamentare C. 969 (XIV legislatura) prevede che "tramite ricorso all'autorità giudiziaria e in presenza di situazioni di pregiudizio o di insanabile conflitto nella compagine sociale, il socio possa richiedere la liquidazione della quota" (125). Nel medesimo solco si colloca inoltre la proposta formulata in dottrina (126) di consentire il recesso dalla società ai soci "che affermino l'esistenza di una giusta causa", intendendosi con quest'ultima locuzione "qualunque evento, oggettivo o dipendente dalla società o dai soci che la controllano, che renda intollerabile la protrazione del rapporto sociale".

Le proposte riportate meritano di essere oggetto di specifica riflessione anche in considerazione del fatto che si riscontrano previsioni sotto certi aspetti analoghe persino in quegli ordinamenti che riconoscono alle "società chiuse" la più ampia autonomia statutaria in materia di organizzazione interna. Invero, anche richiamandosi a questi ordinamenti è stato di recente osservato che una previsione di carattere imperativo sul punto specifico sarebbe auspicabile nel nostro ordinamento (127).

(123) Come previsto in Spagna dalla legge sulle s.r.l. (*Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada*, n. 2/1995). Anche nel Regno Unito la recente legge sulle *limited liability partnerships* consente all'autonomia statutaria di escludere, con voto *unanime* dei soci, la possibilità di ricorso alla rimedio disposto dalla s. 459 del *Companies Act*, il c.d. "*unfairly prejudicial remedy*" sul quale ci si soffermerà nel paragrafo seguente. Sul dibattito circa clausole all'unanimità nell'ordinamento italiano vedi *supra* nota 37.

(124) Sulla funzione economica del diritto al disinvestimento v. *infra* par. 3.

(125) Né l'articolato né la relazione introduttiva aggiungono alcunché in ordine al significato da attribuire alle due locuzioni "grave pregiudizio" e "insanabile conflitto" o specificano se alla liquidazione della quota debba provvedere il socio o la società.

(126) D. GALLETI, *Una proposta di riforma del diritto recesso*, in *Giur. comm.*, 1999, I, p. 799.

(127) Sottolinea la presenza in altri ordinamenti di tale previsione G. ZANARONE, *L'autonomia statutaria nella nuova s.r.l.*, in V. Afferni-L. De Angelis (a cura di), "*Progetto Mirone*" e modelli organizzativi, cit., p. 26.

In senso favorevole alla previsione di un diritto di recesso (o di un obbligo di riscatto gravante sui soci) "per giusta causa" si sono di recente espressi, seppur con approcci non del tutto coincidenti, V. DI CATALDO, *La società a responsabilità limitata nel disegno di legge delega per la riforma del diritto societario. Prime riflessioni sul nuovo regime*, e M. RESCIGNO, *La corporate governance nelle società non quotate: le regole e la sanzione. Tipologia della realtà ed effettività della tutela*, entrambi in S. Rossi-G.M. Zamperetti (a cura di), *La corporate governance nelle società non quotate*, cit.

L'ordine giudiziale di acquisto della partecipazione del socio per "giusta causa" è una misura prevista non solo in Germania (128) ma anche in diversi ordinamenti di *common law*, quali, tra gli altri (129), il Regno Unito, dove il socio che si ritenga ingiustamente pregiudicato da uno o più atti - degli amministratori o della maggioranza assembleare - che costituiscono una rilevante deviazione (130) da quelli che erano gli originari accordi, anche impliciti (131), tra i soci, può, ai sensi della *sec. 459 del Companies Act*, chiedere al giudice l'adozione del *remedy* che lo stesso ritenga più appropriato. Questo può consistere nel vietare il comportamento in atto (ad es. revocare una delibera), o nel fissare le regole della condotta futura (ad es. determinare il flusso di distribuzione degli utili), o nel far acquistare la partecipazione del socio istante dagli altri soci o dalla società, e così proseguendo. Il provvedimento viene di regola concesso rispetto a *private companies* caratterizzate da stretti rapporti fiduciari tra i soci ed esclusivamente quando il pregiudizio subito dal socio attore sia "*unfair*", non sia quindi giustificato dalla condotta del socio che agisce in giudizio (132). Sebbene l'attribuzione all'autorità giudiziaria di ampi e discrezionali poteri di intervento sia generalmente giudicata dalla cultura giuridica anglosassone una previsione opportuna per tutelare le legittime aspettative di investimento dei soci nell'ambito delle *private companies*, la dottrina non manca di osservare come siffatta previsione

(128) La liquidazione della partecipazione per "grave motivo" è una misura "creata" dalla giurisprudenza con esclusivo riferimento alla *GmbH*, facendo ricorso a un'interpretazione analogica della disciplina delle società di persone. Perché sia integrato un "grave motivo" di uscita di un socio non è necessario l'accertamento di colpe da parte della rimanente compagine societaria: il "grave motivo" può consistere anche in un evento oggettivo che colpisce il solo socio uscente; l'ordine giudiziale può essere emesso esclusivamente quando (i) il provvedimento sia l'unico rimedio possibile e (ii) per far fronte al rimborso la società non debba intaccare il capitale nominale. La statuto non può né escludere né restringere la possibilità di ricorso al provvedimento giudiziale in questione. Per una rassegna della giurisprudenza cfr. A. BAUNBACH - A. HUECH, *GmbH-Gesetz*; München, 1996, p. 399 ss., p. 417 ss.

(129) Negli Stati Uniti il tipo di ordine giudiziale che le Corti possono emettere in caso di "abuso" della maggioranza varia notevolmente in relazione alla legislazione statale di riferimento. Il *Model Business Corporation Act* (v. *supra* nota 46) dispone che il Giudice possa sciogliere la società quando "*the directors or those in control of the corporation have acted, are acting, or will act in a manner that is illegal, oppressive, or fraudulent*" (*MBCA, sec. 14.30*). Tuttavia, lo scioglimento non è l'unica misura a disposizione del giudice. Per dare un sintetico quadro della situazione, giova richiamare le parole di uno studioso americano, il quale osserva che "...legislatures have broadened the grounds for judicial dissolution. Courts, in turn, are more likely today than in the past to interpret the statutory grounds for dissolution in a way that provides relief for minority shareholders, particularly by focusing on the reasonable expectations of shareholders. Judges are more inclined to use buyouts or other alternative remedies, even in the absence of specific statutory authorization..." (così R.B. THOMPSON, *The shareholder's cause of action for oppression*, in *The business lawyer* 48, 1993).

Sia la legislazione australiana (cfr. E. BOROS, *Minority Shareholders' Remedies*, N.Y., 1995, *passim*; I. RAMSAY, *An Empirical Study of the Use of the Oppression Remedy*, in *Australian Business Law Review*, vol. 27, 1999, p. 23 ss.) sia quella canadese (cfr. B. CHEFFINS, *The oppression remedy in corporate law: the Canadian experience* in *University of Pennsylvania Journal of International Law*, 1988, p. 10) sono ricalcate sul modello inglese della *sec. 459 del Companies Act*, descritto nel testo.

(130) È del tutto irrilevante la condizione soggettiva (dolo o colpa) sottostante alla condotta degli amministratori o di chi detiene il controllo della società, v. J.H. FARRAR - B.M. HANNINGAN, cit., p. 451.

(131) Per una descrizione degli elementi costitutivi della fattispecie e della *caselaw* cfr. F. ANNUNZIATA, *Opa residuale obbligatoria, diritto di recesso*, cit., p. 127 ss.; E. BOROS, *Minority Shareholders' Remedies*, cit., p. 112 ss.; J.H. FARRAR - B.M. HANNINGAN, *Farrar's company law*, London-Edinburgh-Dublin, 1998, p. 447 ss.; M.M. RISCOSSA, *Azione sociale di responsabilità e mezzi a disposizione del singolo azionista per agire contro gli amministratori* (shareholder remedies) *nel diritto inglese*, in *Dir. comm. int.*, 1997, p. 441 ss.

(132) Cfr. E. BOROS, *Minority Shareholders' Remedies*, cit., p. 153 ss.; J.H. FARRAR-B.M. HANNINGAN, cit., p. 457.

potrebbe presentare rilevanti controindicazioni (133). Essa comporta infatti un inevitabile margine di incertezza in ordine all'accertamento giudiziario nel caso concreto degli elementi che integrano la "giusta causa" (134) ("*unfair prejudice*"); introduce il rischio di un comportamento opportunistico (135) o arbitrario (136) da parte della minoranza; implica rilevanti problemi di determinazione della somma spettante al socio uscente (137). Tali rilievi hanno indotto il legislatore inglese, in occasione della recente legge sulla *limited liability partnership* (138), a riconoscere ai soci di siffatto modello societario (a responsabilità limitata) la possibilità di escludere, con delibera unanime, la possibilità di ricorso all'autorità giudiziaria ai sensi della s. 459 del *Companies Act* del 1985 (139).

L'esperienza inglese potrebbe suggerire al legislatore italiano di adottare una soluzione analoga a quella prescelta per le *limited liability partnerships*, piuttosto che una previsione di carattere imperativo.

Da un lato, infatti, l'attribuzione all'autorità giudiziaria di un potere decisionale connotato da elevata discrezionalità, sia nell'*an* sia nel *quomodo*, si può rivelare, nelle strutture societarie per le quali non sussiste un mercato secondario della partecipazione, uno strumento quanto mai opportuno per risolvere situazioni di conflitto tra le diverse componenti

(133) Cfr. B.R. CHEFFINS, *Company Law*, Oxford, 1998, p. 339 ss., pp. 470-471. Più cauta rispetto a questo A. la posizione di J.H. FARRAR-B.M. HANNINGAN, *op. cit.*, p. 460, che pur rilevando come "*the very width and scope of the jurisdiction may mean that use of the section has to be carefully controlled in order to prevent it being used as a means of oppression by a dissident shareholder*", precisano che "*to date there has been little evidence of undeserving minority shareholders acting in this way*".

(134) Profilo che assume rilievo tanto maggiore con riferimento al nostro sistema giuridico, sino ad oggi tradizionalmente attento a circoscrivere in spazi limitati la discrezionalità di giudizio *ex post* dell'autorità giudiziaria. Nel nostro ordinamento l'organo giudicante non potrebbe quindi fruire del consolidato bagaglio di esperienza e specializzazione del quale invece dispongono le Corti nei sistemi di *common law*.

(135) Il socio potrebbe utilizzare la minaccia del ricorso a detto strumento come arma per ottenere una rinegoziazione dell'originario assetto di interessi stabilito nel contratto societario o, ancora, potrebbe chiedere la liquidazione giudiziaria della propria quota perché confida nell'eventualità che le difficoltà di accertamento della "giusta causa" e di valutazione dell'impresa portino il giudice a sopravvalutare il valore della partecipazione detenuta. Sul rischio di opportunismo da parte della minoranza in caso di incremento delle possibilità di *exit* dalle società *closely held* cfr. F.H. EASTERBROOK-D.R. FISCHER, *Close Corporations and Agency Costs*, cit.; C.R. O'KELLEY JR., *Filling gaps in the close corporation contract*, cit.; E.B. ROCK-M.L. WATCHER, *Waiting for the omelet to set*, cit.

(136) Osservano F.H. EASTERBROOK-D.R. FISCHER, *Close Corporations and Agency Costs*, cit., p. 287, che la possibilità di liquidazione dell'investimento per ordine giudiziale può comportare un disincentivo per le parti a trovare una composizione consensuale delle proprie divergenze. Infatti, seguendo la logica del "Teorema di Coase", gli Autori sottolineano che il margine di errore che caratterizza le valutazioni delle parti circa l'esito di una controversia giudiziale rende più incerta la ripartizione dei "*property rights*" fra le stesse e comporta pertanto un incremento dei "costi di transazione" al punto da rendere più remota la possibilità di conclusione di un accordo tra le stesse.

(137) Somma che in tale fattispecie dovrebbe includere non solo il valore della partecipazione al momento dell'egresso ma anche il danno subito dal socio in seguito al comportamento abusivo della maggioranza o della società.

(138) Modello di società a responsabilità limitata che potrebbe essere in italiano definita, anche in relazione ai tratti peculiari di detta forma societaria, con la locuzione di "società di persone a responsabilità limitata".

(139) In questi termini dispone la regolamentazione secondaria, *Limited Liability Partnerships Regulations 2001*, emanata in attuazione del *Limited Liability Partnerships Act 2000*; entrambi gli atti si possono trovare su internet (sito del *Department of Trade and Industry*) alla pagina www.dti.gov.uk/cld/llpbill/index.htm. Per alcune delle motivazioni sottese alla scelta in questione, emerse durante il dibattito parlamentare prodromico alla legge, cfr. *February 2000 Consultation Paper Regulatory Default Provisions Governing Relationship Between Members*, alla pagina internet testé indicata.

della compagine societaria derivanti dall'inosservanza degli accordi, anche impliciti, tra esse sussistenti.

Tuttavia, è plausibile anche ipotizzare che in queste stesse strutture i soci possano *all'unanimità*, mediante dunque una soluzione di carattere contrattuale, ritenere conveniente escludere detta opzione in considerazione dell'incremento dei "costi di transazione" che la stessa, come appena illustrato, potrebbe comportare; specie nella deprecata ipotesi in cui la casistica giurisprudenziale derivante dall'applicazione della norma non si riveli in grado di esprimere un indirizzo sufficientemente "prevedibile" per gli operatori economici (140).

Sembra dunque auspicabile anche in questo caso una soluzione che limiti il legislatore a delineare soluzioni di *default*, rispettando la libertà di scelta (consapevole) dei soggetti titolari degli interessi coinvolti nella fattispecie oggetto di regolamentazione.

A prescindere dall'opportunità di consentire l'esclusione - tramite statuto e all'unanimità - dell'intervento giudiziario in questione, merita peraltro osservare che sarebbe in ogni caso preferibile che il concetto di "giusta causa" fosse circoscritto dal nostro legislatore ai soli casi di violazione degli originari accordi, anche impliciti, tra i soci; senza quindi ricomprendere variazioni di mercato ovvero delle condizioni soggettive di uno dei soci (141). Non si vede infatti perché la società o una parte dei soci debba essere costretta dal giudice a comprare la partecipazione di altra parte della compagine sociale per ragioni riconducibili all'area del normale "rischio d'impresa" gravante su ciascun socio. Più equilibrata sarebbe tutt'al più la soluzione inglese, dove, nel caso la protrazione dell'impresa sociale sia divenuta insostenibile per uno dei soci, per ragioni non imputabili ad un comportamento "*unfair*" della maggioranza, questi può - come *extrema ratio* - chiedere lo scioglimento della società per ordine giudiziario ("*winding up on a just and equitable ground*"), mentre la rimanente compagine può evitare una pronuncia del giudice in tal senso offrendosi di acquistare la partecipazione del socio ad un prezzo congruo (142).

6.2 Società "aperte"

Mentre con riferimento alle forme societarie "chiuse" si è giunti alla conclusione che il riconoscimento dell'autonomia statutaria in materia di diritto al disinvestimento appaia una soluzione legislativa auspicabile, utilizzando lo stesso percorso di analisi sembra doversi arrivare ad una conclusione diversa quando il contesto di riferimento diviene quello delle organizzazioni societarie alle quali il legislatore riconosca la facoltà di fare appello

(140) V. in proposito quanto osservato *supra*, nota 134, in ordine alla consolidata tradizione che caratterizza i sistemi di *common law*.

(141) Si potrebbe forse obiettare che il c.c. vigente consente il recesso per "giusta causa" nelle società di persone e la dottrina considera tale anche un evento che renda proibitiva la prosecuzione della società per il singolo socio (cfr. G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, cit., p. 113); la ragione di una interpretazione così ampia del concetto di "giusta causa" sembra potersi giustificare in base alla considerazione che nelle società di persone il socio risponde illimitatamente delle obbligazioni sociali, condizione che non ricorre nelle società di capitali e quindi giustificerebbe la difformità di interpretazione.

(142) V. E. BOROS, *Minority Shareholders' Remedies*, cit., p. 166 ss.; J.H. FARRAR-B.M. HANNINGAN, *Farrar's company law*, cit., p. 441 ss.

al pubblico risparmio per l'investimento nel capitale di rischio (le c.d. "società aperte") (143).

Senza prendere in considerazione in questa sede se e in quali casi sia auspicabile una previsione legislativa che assicuri ai soci in tali società il "diritto al disinvestimento" (144) (sia esso configurato come un obbligo di acquisto per i restanti soci o un diritto di recesso da far valere nei confronti della società), si vuole qui piuttosto rilevare che il legislatore dovrebbe comunque valutare attentamente l'opportunità di consentire agli statuti la facoltà di introdurre deroghe alla disciplina legislativa, sia in senso "restrittivo", sia in senso "ampliativo" (145).

Nel contesto di una società "aperta" l'eterogeneità della compagine azionaria, la partecipazione al capitale di rischio di soggetti che possono essere "razionalmente" disinformati sul contenuto dello statuto (146), la negoziabilità della partecipazione, la possibilità di effettuare sollecitazioni all'investimento in capitale di rischio, sono fattori che rendono, da un lato, più plausibile la presenza di condizioni di "asimmetria informativa" tra le diverse componenti della compagine sociale e, dall'altro, piuttosto remota l'ipotesi che il ricorso ad una normativa di *default* possa rappresentare un rimedio efficace rispetto a dette carenze informative. Mancano dunque quelle condizioni di contrattazione informata e consapevole tra soci che rappresentano il presupposto in base al quale il legislatore potrebbe delegare la valutazione, in termini di costi/benefici, dell'opportunità delle singole previsioni statutarie in tema di diritto al disinvestimento. In conclusione, sembra più pregnante nel contesto di una società "aperta" il rischio che l'esclusione per via statutaria di una "causa di disinvestimento" prevista dalla legge, come anche l'introduzione per statuto di una ulteriore "causa di disinvestimento" non contemplata dalla legge (147) ovvero la deroga ai criteri di valutazione legali (148), possano rivelarsi previsioni statutarie inefficienti, adottate dal gruppo sociale di comando, sfruttando situazioni di "asimmetria informativa," al solo fine di consentire comportamenti opportunistici ai danni della restante compagine societaria.

(143) Trattasi cioè di quelle società che siano, almeno sotto il profilo giuridico-formale, "aperte" all'apporto di capitale di rischio da parte di soggetti (i c.d. azionisti-risparmiatori) per i quali l'investimento nel capitale di rischio della società non costituisce una forma di partecipazione attiva all'esercizio di un'impresa collettiva ma rappresenta esclusivamente una delle molteplici forme di investimento del proprio risparmio, in altri termini una forma di diversificazione del proprio portafoglio di investimenti.

(144) Per alcune delle fattispecie nelle quali la possibilità di disinvestimento potrebbe essere particolarmente apprezzata come strumento di composizione dei confliggenti interessi dei soci v. *supra* nota 118.

(145) Per la distinzione tra autonomia in senso ampliativo ed autonomia in senso restrittivo vedi *supra* par. 6.1.

(146) Per tali soggetti, la partecipazione al capitale di rischio è esclusivamente una forma di diversificazione dell'investimento che per il suo importo ridotto non giustifica i costi informativi che l'investitore dovrebbe sopportare per compiere una adeguata valutazione delle regole organizzative della società.

(147) Si pensi ad esempio alla clausola che preveda il diritto al disinvestimento per il socio-amministratore in caso di revoca dalla carica ricoperta ovvero alla possibilità di creare "classi di azioni" dotate di uno specifico "diritto di disinvestimento". Ritiene legittima nell'ordinamento vigente l'emissione di azioni con obbligo di riscatto gravante sulla società L. CALVOSA, *op. cit.*, p. 225 ss.; per "l'efficacia (normalmente) solo parasociale delle clausole di riscatto a favore del singolo socio o di un terzo" si esprime M. PERRINO, *op. cit.*, p. 360 ss., in base all'assunto che una clausola del genere di regola non coinvolgerebbe l'interesse comune dei soci (ma v. anche *ivi* la nota 220 dove si afferma che "per le stesse ragioni, a diversa conclusione dovrebbe pervenirsi rispetto a clausole di riscatto in favore di soci...le quali...coinvolgano l'agire comune, disciplinando il funzionamento degli organi sociali").

(148) Sui criteri di valutazione legali v. *supra* nota 118 e circa i limiti che l'autonomia statutaria dovrebbe incontrare nelle "società aperte" v. *infra* par. 7.

6.2.1 *Segue: Società quotate*

Rispetto alla conclusione a cui si è appena giunti, si potrebbe obiettare che nell'ambito della categoria delle società "aperte" occorra distinguere tra società quotate e non, poiché, come osservato da autorevoli giuristi americani, quando i titoli di partecipazione in una società "aperta" vengono effettivamente scambiati su di un mercato secondario che sia efficiente (in cui cioè la quotazione del titolo rifletta anche i costi attesi delle varie previsioni statutarie) il riconoscimento della più ampia autonomia statutaria non dovrebbe comunque presentare risvolti critici, né sotto il profilo dell'equità né sotto quello dell'efficienza. Ciò in quanto il problema posto dalla "razionale apatia" degli investitori troverebbe comunque soluzione in tal caso attraverso le informazioni raccolte dai professionisti dell'industria finanziaria che si riflettono nella quotazione di mercato del titolo (consentendo dunque ai risparmiatori di fare "free riding"): sarebbero pertanto gli stessi soci del gruppo di controllo ad avere interesse a predisporre uno statuto contenente clausole efficienti che riducano il costo del capitale di rischio (149).

Tale tesi si fonda tuttavia sul presupposto dell'efficienza del mercato delle partecipazioni, condizione questa che nei fatti è posta seriamente in dubbio da una parte della stessa letteratura americana che si è interessata della questione (150). In realtà, sembra si possa replicare che l'efficienza dei mercati piuttosto che un dato di partenza appare un traguardo che potrebbe essere allontanato dall'incremento dei "costi di transazione" (in particolare, i costi di informazione) derivante da un'eccessiva variabilità degli statuti su questo come su altri strumenti di autotutela degli azionisti-risparmiatori. Del resto, è stato osservato in dottrina (151) come lo stesso t.u.f. muova dalla premessa che esista una relazione biunivoca tra efficienza dei mercati e tutela imperativa degli investitori, almeno nella misura in cui uno *standard inderogabile* di tutela degli azionisti-risparmiatori può innescare un circolo virtuoso laddove il mercato non presenti *in partenza* un sufficiente grado di efficienza. La *certezza* degli strumenti di tutela degli investitori incentiva infatti l'afflusso di risparmio al mercato incrementando lo spessore e l'efficienza di quest'ultimo, fenomeno che a sua volta contribuisce a migliorare lo stesso grado di tutela di cui gli azionisti-investitori dispongono.

Alla luce di queste considerazioni, sembra corretto osservare come il riconoscimento dell'autonomia statutaria anche nelle società quotate appaia una prospettiva che pone alcuni profili critici in presenza di inefficienze dei mercati, le quali potrebbero suggerire che una regolamentazione imperativa del diritto di recesso, pur rappresentando una soluzione sub-ottimale, risulti comunque più adeguata a garantire l'efficienza funzionale dell'orga-

(149) Cfr. F.H. EASTERBROOK-D.R. FISCHEL, *The economic*, cit., *passim*, spec. p. 20 ss; R. ROMANO, *Answering the wrong question: the tenuous case for mandatory corporate laws*, in 89 *Columbia Law Review* 7, 1989, p. 1611.

(150) Cfr. *supra* gli Autori citati in nota 75 nonché, fra gli studiosi di *corporate law*, V. BRUDNEY, *Corporate Governance, Agency Costs and the Rethoric of Contract*, in 85 *Columbia Law Review* 7, 1985, p. 1403; L. BEBCHUK, *The debate on contractual freedom in corporate law*, in 89 *Columbia Law Review* 7, 1989, p. 1395; R. CLARK, *Contracts, Elites, and Traditions in the Making of Corporate Law*, *ivi*, p. 1703; A. EISENBERG, *The structure of corporation law*, *ivi*, p. 1461. Nella dottrina italiana v. L. ENRIQUES, *L'economia delle società per azioni di Frank Easterbrook e Daniel Fischel: diritto societario, efficienza dei mercati e analisi economica*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1996, p. 563 ss.; C. MARCHETTI, *La "nexus of contracts theory"*, cit., p. 152 ss., 208 ss..

(151) Cfr. R. COSTI, *Il governo delle società quotate: tra ordinamento dei mercati e diritto delle società*, in *Dir. comm. int.*, 1998, p. 72 ss.; G. FERRI JR., *Autonomia statutaria e mercato a confronto*, in *Riv. dir. comm.*, 1999, I, p. 919.

nizzazione societaria. Pertanto, pur riconoscendo opportuno che il legislatore anche con riferimento al “diritto al disinvestimento” distingua tra società “aperte” quotate, da un lato, e non quotate, dall’altro, definendo per le prime un distinto nucleo di fattispecie in cui l’ “interesse al disinvestimento” trovi riconoscimento (in considerazione della funzione solo residuale che questo strumento può svolgere in presenza di un mercato secondario delle partecipazioni (152)), si ritiene auspicabile anche per le società quotate una previsione normativa che escluda la possibilità di deroghe statutarie in senso “restrittivo” rispetto allo statuto legale.

7. Considerazioni conclusive

Il presente lavoro è stato finalizzato ad offrire un contributo per una valutazione in termini di costi e benefici delle recenti proposte che, nell’ambito di una riassetto complessivo del diritto societario, si sono interessate della riforma della vigente regolamentazione del “diritto di recesso”.

Dal raffronto tra le riflessioni condotte e le previsioni contenute nelle proposte legislative emerge un quadro che vorrebbe essere di stimolo per l’approfondimento del dibattito su alcuni profili della prospettata riforma del diritto di recesso.

In particolare, si rileva che se del tutto condivisibile appare la scelta, contenuta in entrambi i progetti di legge, di riconoscere per le società a cui sia precluso l’appello al pubblico risparmio per l’investimento in capitale di rischio (qui definite come “società chiuse”) il potere dispositivo degli statuti con riferimento al diritto di recesso - incentivando in tal modo una soluzione “contrattuale” della condizione di “monopolio bilaterale” in cui i soci si vengono a trovare in dette strutture societarie (153) - appare invece incongrua l’esclusione, implicitamente disposta nel disegno di legge di iniziativa parlamentare (il progetto di legge governativo non prende posizione sul punto specifico), dell’autonomia statutaria in senso “restrittivo” (154). Se si ritiene infatti che nelle società “chiuse” le previsioni statutarie nella generalità dei casi siano, o possano essere grazie ad una normativa di *default*, frutto di una contrattazione informata e consapevole tra soci, sembra logicamente consequenziale convenire con l’opportunità di rimettere alle parti del contratto sociale (*i.e.* al consenso unanime dei soci) anche la decisione circa l’eliminazione di uno o più casi di recesso previsti dalla legge. Ciò in quanto anche la soppressione di tali fattispecie può ben essere giustificata da motivazioni di efficienza ed equità (155), attesi i rilevanti costi che la previsione di un diritto di recesso può comportare per l’impresa sociale.

Rilievi critici sembrano inoltre emergere con riferimento alla previsione di un recesso “per giusta causa” mediante norma di carattere imperativo, contenuta nel disegno di legge di iniziativa parlamentare ed ispirata a soluzioni adottate, seppure con tratti diversi, in altri

(152) Sul punto v. *supra* par. 3. Sul dibattito circa l’identificazione della società per azioni quotata come “tipo societario” distinto v., per tutti, P. SPADA, *Tipologia delle società e società per azioni quotate*, cit., p. 215 ss.

(153) V. *supra* par. 3.

(154) V. *supra* par. 6.1.

(155) V. *supra* par. 6.1.

ordinamenti, quali, tra gli altri, il Regno Unito (156). Anche in questo caso potrebbe essere più opportuna una soluzione normativa derogabile all'unanimità, consentendo ai soci l'adozione delle soluzioni organizzative che gli stessi ritengano più congrue in relazione alla specificità dell'impresa collettiva nella quale partecipano.

Si suggerisce infine cautela in relazione alla proposta, presente in entrambe le recenti iniziative legislative di riforma del diritto societario, di ampliare l'autonomia statutaria in tema di diritto di recesso anche per le società alle quali sia istituzionalmente consentito l'appello al pubblico risparmio per l'investimento in capitale di rischi. Premesso che il diverso rilievo funzionale che il riconoscimento di un "diritto al disinvestimento" svolge - rispettivamente - in una società "aperta" non quotata ed in una società "aperta" che abbia invece effettivo accesso al mercato secondario dovrebbe indurre il legislatore a dettare uno statuto legale dell'istituto differente con riferimento ai due distinti contesti organizzativi (157), si ritiene comunque preferibile che in entrambi i "modelli societari" il potere dispositivo delle parti sia circoscritto più nel dettaglio, escludendo l'autonomia statutaria in senso "restrittivo"; delimitando il diritto di recesso in relazione alle sole modifiche statutarie; subordinando un'eventuale deroga ai criteri legali di valutazione della partecipazione al rispetto di un criterio flessibile di "ragionevolezza", l'osservanza del quale, in caso di controversia, andrebbe rimesso all'apprezzamento dell'autorità giudiziaria. Invero, nelle società in considerazione un più alto tasso di imperatività potrebbe ritenersi giustificato alla luce (i) delle controindicazioni non di poco momento che il diritto al disinvestimento può comportare per un'efficiente gestione dell'impresa sociale, (ii) delle difficoltà di una valutazione da parte dei soci-investitori dei costi/benefici delle opzioni statutarie formulabili sul profilo in considerazione, (iii) dell'incremento dei "costi di transazione" che potrebbe derivare da un'eccessiva variabilità, sul punto, degli statuti (158).

(156) V. *supra* par. 6.1.1.

(157) V. *supra* par. 3 e 6.2.1.

(158) V. *supra* par. 6.2 e 6.2.1.

QUADERNI PUBBLICATI

- n. 1 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Evoluzione tecnica e disciplina giuridica dell'intermediazione finanziaria*, ottobre 1985 (esaurito).
- n. 2 — FRANCESCO CARBONETTI, *Moneta*, dicembre 1985.
- n. 3 — PIETRO DE VECCHIS, *L'istituto di emissione*, febbraio 1986 (esaurito).
- n. 4 — GIUSEPPE CARRIERO, *Governo del credito e Regioni a statuto speciale: il quadro istituzionale*, aprile 1986.
- n. 5 — GIORGIO OPPO, *Una svolta dei titoli di massa (il progetto Monte Titoli)*, aprile 1986.
- n. 6 — LUIGI DESIDERIO, *Le norme di recepimento della Direttiva comunitaria n. 780/77 in materia creditizia*, maggio 1986 (esaurito).
- n. 7 — GIORGIO SANGIORGIO - FRANCESCO CAPRIGLIONE, *La legge bancaria: evoluzione normativa e orientamenti esegetici*, giugno 1986.
- n. 8 — VINCENZO MEZZACAPO, *L'attività bancaria nell'ambito dei movimenti di capitali nella CEE*, giugno 1986 (esaurito).
- n. 9 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Le gestioni bancarie di patrimoni mobiliari*, luglio 1986.
- n. 10 — FRANCESCO CARBONETTI, *I cinquant'anni della legge bancaria*, settembre 1986.
- n. 11 — *La legge bancaria*, ottobre 1986.
- n. 12 — CARMINE LAMANDA, *L'evoluzione della disciplina del controllo sul sistema creditizio dalla legge bancaria ad oggi*, dicembre 1986 (esaurito).
- n. 13 — GIOVANNI IMPERATRICE, *L'accertamento dell'illecito amministrativo nel diritto valutario e nel diritto tributario*, marzo 1987.
- n. 14 — GIORGIO SANGIORGIO, *Profilo istituzionale della disciplina pubblicistica del credito*, maggio 1987.
- n. 15 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, (a cura di) *La disciplina comunitaria del credito al consumo*, luglio 1987.
- n. 16 — CARLO TAGLIENTI, *Il credito documentario: nozione, fondamento, problematica*, settembre 1987.
- n. 17 — PIETRO DE VECCHIS, *Aspetti legali delle crisi bancarie in Italia*, gennaio 1988.
- n. 18 — VINCENZO MEZZACAPO, *Il mercato secondario organizzato dei titoli emessi o garantiti dallo Stato*, agosto 1988.
- n. 19 — FRANCESCO CARBONETTI, *Il controllo della Banca d'Italia sulle emissioni di titoli atipici*, ottobre 1988.
- n. 20 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Le polizze di credito commerciale*, dicembre 1988.
- n. 21 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, *La responsabilità penale del banchiere: evoluzione giurisprudenziale e prospettive di riforma*, dicembre 1989 (esaurito).
- n. 22 — MARCELLO CONDEMI, *Le sanzioni amministrative bancarie e la giurisprudenza della Corte d'Appello di Roma*, aprile 1991.

- n. 23 — MARCO MANCINI - MARINO PERASSI, *I trasferimenti elettronici di fondi*, maggio 1991.
- n. 24 — ENRICO GALANTI, *La crisi degli enti creditizi nella giurisprudenza: la liquidazione coatta amministrativa*, giugno 1991.
- n. 25 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Note introduttive alla disciplina delle s.i.m. e dell'organizzazione dei mercati finanziari*, giugno 1991.
- n. 26 — AA.VV., *La ristrutturazione della banca pubblica e la disciplina del gruppo creditizio*, gennaio 1992.
- n. 27 — GIORGIO SANGIORGIO, *Le Autorità creditizie e i loro poteri*, marzo 1992.
- n. 28 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Il recepimento della seconda direttiva Cee in materia bancaria. Prime riflessioni*, febbraio 1993.
- n. 29 — *Il Sistema dei pagamenti. Atti del Convegno giuridico* (Perugia - S.A.Di.Ba., 23-24 ottobre 1992), settembre 1993.
- n. 30 — OLINA CAPOLINO, *L'amministrazione straordinaria delle banche nella giurisprudenza*, ottobre 1993.
- n. 31 — P. FERRO-LUZZI - P. G. MARCHETTI, *Riflessioni sul gruppo creditizio*, dicembre 1993.
- n. 32 — *Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, marzo 1994.
- n. 33 — *Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia. The 1993 Banking Law*, marzo 1994.
- n. 34 — GIUSEPPE CARRIERO, *Struttura ed obiettivi della legge sui fondi immobiliari chiusi*, novembre 1994.
- n. 35 — LUCIO CERENZA, *Profilo giuridico del sistema dei pagamenti in Italia*, febbraio 1995.
- n. 36 — GIOVANNI CASTALDI, *Il riassetto della disciplina bancaria: principali aspetti innovativi*, marzo 1995.
- n. 37 — VINCENZO PONTOLILLO, *L'evoluzione della disciplina dell'attività di emissione di valori mobiliari*, giugno 1995.
- n. 38 — O. CAPOLINO - G. CARRIERO - P. DE VECCHIS - M. PERASSI, *Contributi allo studio del Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, dicembre 1995.
- n. 39 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Cooperazione di credito e Testo Unico bancario*, dicembre 1995.
- n. 40 — MARINO PERASSI, *L'attività delle banche in "securities" e la disciplina dei contratti derivati in Giappone*, aprile 1996.
- n. 41 — ENRICO GALANTI, *Norme delle autorità indipendenti e regolamento del mercato: alcune riflessioni*, novembre 1996.
- n. 42 — M. PERASSI - R. D'AMBROSIO - G. CARRIERO - O. CAPOLINO - M. CONDEMI, *Studi in materia bancaria e finanziaria*, novembre 1996.
- n. 43 — *Convegno Per un diritto della concorrenza* (Perugia, giugno 1996), dicembre 1996.
- n. 44 — *Crisi d'impresa, procedure concorsuali e ruolo delle banche*, marzo 1997.
- n. 45 — DONATELLA LA LICATA, *La cessione di rapporti giuridici "individuabili in blocco" nell'art. 58 del T.U. bancario*, aprile 1997.

- n. 46 — PAOLO CIOCCA - ANTONELLA MAGLIOCCO - MATILDE CARLA PANZERI, *Il trattamento fiscale dei rischi sui crediti*, aprile 1997.
- n. 47 — P. DE VECCHIS - G.L. CARRIERO - O. CAPOLINO, M. MANCINI, R. D'AMBROSIO, *Studi in materia bancaria e finanziaria 1996*, settembre 1997.
- n. 48 — GIUSEPPE CARRIERO, *Il credito al consumo*, ottobre 1998.
- n. 49 — *Fondamento, implicazioni e limiti dell'intervento regolamentare nei rapporti tra intermediari finanziari e clientela*, marzo 1999.
- n. 50 — A. MAGLIOCCO - D. PITARO - G. RICOTTI - A. SANELLI, *Tassazione del risparmio gestito e integrazione finanziaria europea*, settembre 1999.
- n. 51 — ENRICO GALANTI, *Garanzia non possessoria e controllo della crisi di impresa: la floating charge e l'administrative receivership*, gennaio 2000.
- n. 52 — *Bankruptcy Legislation in Belgium, Italy and the Netherlands*, (Brussels, 7 July 2000), giugno 2001.
- n. 53 — VINCENZO TROIANO, *Gli Istituti di moneta elettronica*, luglio 2001.
- n. 54 — STEFANO CAPIELLO, *Prospettive di riforma del diritto di recesso dalle società di capitali: fondamento e limiti dell'autonomia statutaria*, luglio 2001.