

**RECESSO CONVENZIONALE E CONVERTIBILITÀ  
AUTOMATICA DELLE AZIONI CON DETERMINAZIONE  
CONVENZIONALE DEL VALORE DEI TITOLI.  
NOTE A MARGINE DEL PARERE DEL CONSIGLIO DI  
STATO SULLE REGOLE STATUTARIE DELLA CASSA  
DEPOSITI E PRESTITI S.P.A. E DEL SUCCESSIVO  
INTERVENTO DEL LEGISLATORE**

**Giustino Di Cecco**

*Professore associato di Diritto commerciale  
nell'Università di Roma Tre*

*Il contributo ricostruisce la complessa vicenda della conversione automatica delle azioni privilegiate della Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. a seguito di un parere del Consiglio di Stato e di un successivo specifico intervento normativo. L'Autore, dopo aver individuato le questioni controverse, offre una ricognizione critica dei problemi interpretativi evidenziati in dottrina con riguardo ai criteri di liquidazione delle azioni in ipotesi di recesso convenzionale e, più in generale, alla convertibilità azionaria.*

*The paper is focused on all the events related to the Convertible Preferred Stocks issued by Cassa Depositi e Prestiti S.p.A., which is the object of a Consiglio di Stato legal advice and of a further specific law. The Author offers a critical overview of the legal problems connected to the right to withdraw and to the automatical conversion of the stocks.*

Sommario

1. Premessa
2. Lo statuto della Cassa Depositi e Prestiti S.p.A.
3. La richiesta di parere del Ministero
4. Il parere del Consiglio di Stato
5. L'intervento legislativo *ad hoc*
- 5.1. La *ratio* normativa
6. Le questioni controverse
- 6.1. I limiti alla libertà statutaria di prevedere diritti di recesso convenzionale caratterizzati da criteri di liquidazione delle azioni diversi rispetto a quello legale
- 6.2. La convertibilità statutaria delle azioni

## 1. Premessa

Il 26 settembre 2012 il Ministero dell'economia e delle finanze chiede al Consiglio di Stato un parere in ordine alla legittimità delle clausole statutarie in materia tanto di convertibilità automatica delle azioni quanto di recesso previste nel vigente statuto della Cassa Depositi e Prestiti S.p.A.

Con atto del 16 ottobre 2012, la Commissione speciale incaricata dal Presidente del Consiglio di Stato di dare riscontro alla richiesta di consulto trasmette un'articolata risposta che, pur individuando in un auspicato intervento legislativo *ad hoc* la soluzione definitiva della questione, merita attenta considerazione al di là del caso specifico per il quale è resa.

## 2. Lo statuto della Cassa Depositi e Prestiti S.p.A.

Con l'art. 5 del d.l. 30 settembre 2003 n. 269 (convertito con modificazioni nella legge 24 novembre 2003 n. 326) si è disposta la trasformazione *ex lege* della Cassa Depositi e Prestiti in società per azioni, riservando allo Stato (nell'ufficio del Ministero dell'economia e delle finanze) la titolarità della maggioranza delle azioni e consentendo il collocamento delle residue partecipazioni di minoranza ad altri soggetti pubblici o privati.

Con due distinti provvedimenti governativi del 5 dicembre 2003, si è quindi disposta, per un verso, la suddivisione del capitale sociale in azioni ordinarie (per un ammontare pari al settanta per cento) e in azioni privilegiate (per il residuo trenta per cento) e, per altro verso, l'approvazione dello statuto della società risultante dalla trasformazione e, dunque, delle correlative clausole aventi ad oggetto il particolare *status* riservato ai (futuri) possessori delle azioni privilegiate<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> L'art. 8 dello statuto prevedeva (e prevede) che – fermo restando il vincolo di maggioranza a favore dello Stato (di cui all'art. 7, c. 5) – le azioni sono trasferibili soltanto a favore di fondazioni bancarie e di banche ed intermediari finanziari vigilati (art. 8, c. 1) nel rispetto, tuttavia, della prescrizione secondo cui «nessun socio può possedere azioni in misura

Sempre nel dicembre 2003, il Ministero dell'economia e delle finanze autorizza la cessione di tutte le azioni privilegiate in circolazione (pari al trenta per cento delle capitale) a favore di sessantacinque fondazioni bancarie ad un prezzo pari al loro valore nominale.

Per effetto anche di alcune modifiche statutarie del 2009<sup>2</sup>, lo statuto della novella società per azioni ha finito per disporre che le azioni privilegiate (tra le altre cose<sup>3</sup>): (i) sono postergate

---

superiore al 5% del capitale della società» con automatica sospensione del diritto di voto delle azioni possedute in eccedenza (art. 8, c. 5).

<sup>2</sup> In vero, il testo originario dello statuto prevedeva, altresì, uno speciale diritto di partecipazione agli utili delle azioni privilegiate ed un correlato diritto di recesso convenzionale per l'ipotesi di mancata distribuzione dei dividendi "minimi" anche in un solo esercizio. In particolare l'art. 30, c. 2, disponeva che «Gli utili netti annuali risultanti dal bilancio, dedotto solo l'importo destinato alla riserva legale, sono ripartiti come segue: a) alle azioni privilegiate viene assegnato un dividendo preferenziale ragguagliato al valore nominale e commisurato al tasso di inflazione (variazione percentuale anno su anno dell'indice dei prezzi al consumo IPCA, base 2001 uguale a 100) relativo all'ultimo mese dell'esercizio cui i predetti utili si riferiscono, in aggiunta ad un tasso pari al 3%; salvo il diritto di recesso previsto al precedente art. 9, qualora in un esercizio sia stato assegnato alle azioni privilegiate un dividendo inferiore alla misura sopraindicata, la differenza è computata in aumento del dividendo preferenziale nei cinque esercizi successivi; b) gli utili rimanenti dei quali l'Assemblea delibera la distribuzione agli azionisti sono destinati prima alle azioni ordinarie, fino a concorrenza del dividendo preferenziale di cui alla precedente lettera a) assegnato alle azioni privilegiate, successivamente, in eguale misura a ciascuna azione ordinaria e a ciascuna azione privilegiata». Correlativamente, l'originario testo dell'art. 9, c. 1, dello statuto prevedeva il diritto dei possessori di azioni privilegiate di recedere «limitatamente al periodo tra il 1 gennaio 2005 e il 31 dicembre 2009, nel caso in cui il dividendo spettante a dette azioni sia stato inferiore, anche per un solo esercizio, al dividendo preferenziale di cui all'art. 30» dello statuto. Ambedue le disposizioni statutarie sono state eliminate da una modifica statutaria del 2009 che ha introdotto all'art. 9, c. 1, il diritto di recesso per l'ipotesi di mancata distribuzione di dividendi per due esercizi consecutivi. La norma statutaria relativa al dividendo preferenziale ("minimo"), pur abrogata, conserva tuttavia piena valenza con riguardo ai meccanismi di calcolo del valore di liquidazione delle azioni privilegiate in ipotesi di recesso, dovendosi tener conto (in aggiunta o in diminuzione del valore nominale) della differenza tra l'entità dei dividendi effettivamente percepiti e la misura dei dividendi "preferenziali" ivi previsti (a norma del combinato disposto dell'art. 9, c. 3, e dell'art. 33 del vigente statuto).

<sup>3</sup> Lo statuto, infatti, prevede altresì che i possessori di azioni privilegiate hanno il diritto di votare senza limitazioni sia nelle assemblee ordinarie che in quelle straordinarie (art. 7, c. 3) con la sola eccezione del caso in cui la riduzione del capitale sociale per perdite incida sul vincolo di maggioranza a favore dello Stato (art. 7, c. 5) ed altresì il diritto di nominare tutti i

rispetto alle azioni ordinarie nella partecipazione alle perdite (art. 7, c. 4); (ii) sono «automaticamente convertite in azioni ordinarie a far data dal 1° gennaio 2013»<sup>4</sup> secondo un rapporto di conversione da determinarsi «sulla base di una perizia del valore effettivo del patrimonio netto della società» considerando come loro valore convenzionale (a tal fine) l'importo nominale (eventualmente) aumentato del dividendo “preferenziale” non percepito ovvero decurtato del c.d. “extradividendo” percepito<sup>5</sup>; (iii) attribuiscono al possessore, nell'eventualità di una determinazione del rapporto di conversione non alla pari, il diritto di «beneficiare di un rapporto di conversione alla pari versando alla società una somma, a titolo di congruaggio azioni, di importo pari alla differenza tra il valore di una azione ordinaria e il valore di una azione privilegiata» (art. 7, c. 10, secondo periodo); (iv) attribuiscono al possessore che non intenda «usufruire della conversione automatica» un diritto convenzionale di recesso dalla società (art. 7, c. 10, terzo periodo) con attribuzione, quale valore di liquidazione, di un importo pari al valore nominale delle azioni aumentato del dividendo “preferenziale” eventualmente non percepito e decurtato del c.d. “extradividendo” eventualmente percepito<sup>6</sup>.

---

componenti del “Comitato di supporto degli azionisti privilegiati” (art. 22) e la maggioranza dei componenti del “Comitato di indirizzo” (art. 23).

<sup>4</sup> In vero, il termine originario del 1° gennaio 2010 è stato prorogato, con modifica statutaria del 2009, al 1° gennaio 2013 con contestuale eliminazione del diritto ad un dividendo preferenziale pari al tasso di inflazione maggiorato del tre per cento (previsto dall'originario testo dell'art. 30, c. 2).

<sup>5</sup> Dividendo “preferenziale” che, come già detto, era pari al tasso di inflazione maggiorato del tre per cento rispetto al valore nominale delle azioni privilegiate (art. 30, c. 2 dell'originario testo dello statuto).

<sup>6</sup> Invero, la disposizione di cui all'art. 9, c. 3, dello statuto dispone che «In tutti i casi di esercizio del diritto di recesso il valore di liquidazione delle azioni privilegiate risulta pari alla *frazione di capitale sociale* per cui è esercitato il recesso» al netto dei cc.dd. “extra-dividendi” eventualmente percepiti (corsi aggiunti). Il che, ad onor del vero, è previsione di non chiarissima interpretazione letterale laddove il riferimento al *valore* della «*frazione di capitale sociale*» del recedente può essere inteso, ancorché in modo forzato, quale valore *economico* (e non nominale) delle azioni.

### 3. La richiesta di parere del Ministero

Nell'imminenza dell'avvio della valutazione patrimoniale necessaria per dar corso alla prevista conversione automatica, le fondazioni bancarie sollevano diversi dubbi sulla legittimità della relativa procedura statutaria e, in particolare, sulla commisurazione, ai fini tanto della conversione quanto del relativo recesso convenzionale, del valore delle azioni privilegiate al loro importo nominale.

Il Ministero, preso atto del potenziale rischio di soccombenza giudiziale evidenziato in tre autorevoli pareri<sup>7</sup>, richiede la formale consulenza istituzionale del Consiglio di Stato avendo cura, peraltro, di precisare la propria posizione sulle diverse questioni controverse.

In particolare, il Ministero, nella richiesta di parere, premette che a suo giudizio: *(i)* il diritto di recesso previsto dallo statuto a favore dei possessori delle azioni privilegiate che non intendano subire la prevista conversione automatica delle proprie azioni, è da considerarsi null'altro che un'ipotesi di recesso convenzionale; *(ii)* la nullità prevista dall'art. 2437, c. 6, c.c. per tutte le clausole statutarie volte «ad escludere o rendere più gravoso il recesso» deve riferirsi alle sole cause di recesso legale e non anche a quelle (ulteriori) eventualmente previste dallo statuto; *(iii)* nulla vieta di prevedere un criterio di valorizzazione delle azioni del socio recedente del tutto diverso rispetto a quello legale allorquando si tratti di regolare, com'è nel caso di specie, un caso di recesso non legale.

Sempre ad avviso del Ministero, la liquidazione delle azioni del socio recedente in misura pari al loro valore nominale trova fondamento (e ragionevolezza)<sup>8</sup> nel fatto che le medesime azioni sono state cedute alle fondazioni bancarie ad un identico prezzo (e non al corrispettivo del loro valore reale) proprio condiderazione di tale valorizzazione convenzionale in ipotesi di

---

<sup>7</sup> Commissionati uno dalle fondazioni bancarie (al prof. G. Portale) e due dallo stesso consiglio di amministrazione della Cassa depositi e prestiti S.p.A. (ai proff. P. Marchetti e N. Irti).

<sup>8</sup> Oltre che nella circostanza che i particolari diritti patrimoniali riservati ai possessori delle azioni privilegiate attenuano sensibilmente il rischio d'impresa che ordinariamente giustifica la valorizzazione patrimoniale prevista dalla legge.

conversione e di recesso<sup>9</sup>. Con la significativa conseguenza che ogni eventuale «ampliamento dei diritti patrimoniali delle fondazioni rispetto a quelli riconosciuti dallo statuto» comporterebbe un ingiustificato arricchimento delle fondazioni stesse, le quali si troverebbero a detenere titoli di valore «superiore al prezzo pagato».

Né ragioni di puro diritto, né motivi di equilibrio contrattuale, dunque, parrebbero minare, a giudizio del Ministero, la «piena validità ed efficacia» delle clausole statutarie incriminate<sup>10</sup>. Ciò non di meno, il Ministero chiede anche di chiarire se, nell'ipotesi in cui si ravvisino ragionevoli dubbi di potenziale soccombenza in eventuali giudizi promossi dalle fondazioni bancarie, possa utilmente ricorrersi ad una modifica statutaria volta a riconoscere al recedente «la quota proporzionale degli incrementi patrimoniali» intercorsi tra la data di trasformazione della Cassa Depositi e Prestiti in società per azioni (*recte* di acquisto delle azioni da parte delle fondazioni bancarie) e quella di conversione delle azioni privilegiate.

#### 4. Il parere del Consiglio di Stato

Il Consiglio di Stato<sup>11</sup> esclude, preliminarmente, ogni dubbio in ordine all'interpretazione del tenore letterale dell'art. 9, c. 3, dello statuto della società, ritenendo inequivoca la relativa previsione che dispone la valorizzazione delle azioni privilegiate al loro valore nominale sia ai fini del recesso convenzionale che della determinazione del rapporto di conversione<sup>12</sup>.

---

<sup>9</sup> Come, del resto, espressamente confermato anche dalle perizie estimative redatte in occasione della predetta cessione delle azioni alle fondazioni bancarie.

<sup>10</sup> Le quali, sempre secondo il Ministero, devono quindi essere considerate «conformi a principi di equità ed ai principi inderogabili di diritto societario in materia di valorizzazione delle quote di partecipazione».

<sup>11</sup> Non senza aver rilevato che la Cassa depositi e prestiti S.p.A. è da considerarsi «una società per azioni (...) di diritto speciale» e che le azioni privilegiate delle fondazioni bancarie sono senz'altro titoli azionari di categoria speciale ai sensi dell'art. 2348 c.c. non potendo essere sussumibili, per diverse ragioni, nella nozione di strumenti finanziari di cui all'art. 2346, ultimo comma, c.c.

<sup>12</sup> Diversamente da quanto rilevato alla precedente nota 6.

Quanto, invece, alla legittimità della predetta clausola statutaria, il Consiglio di Stato sottolinea due diverse circostanze: che la cessione delle azioni privilegiate a favore delle fondazioni bancarie ad un prezzo pari al valore nominale ha trovato giustificazione proprio in tali criteri di valorizzazione degli stessi titoli in caso di conversione o recesso; e che «sussistono (...) argomenti seri per sostenere la validità della clausola», dal momento che la nullità dei patti che rendono più gravoso il diritto di recesso del socio (prevista dall'art. 2437, ultimo comma, c.c.) deve riferirsi alle sole «ipotesi previste dal primo comma» della medesima norma (e, dunque, per le sole cause di recesso legale)<sup>13</sup>.

Ciò non di meno, il Consiglio di Stato non esclude il rischio di potenziale soccombenza con riguardo all'eventuale azione giudiziale delle fondazioni volta ad «ottenere l'accertamento del proprio diritto alla liquidazione di una quota del patrimonio ed un equo apprezzamento della propria partecipazione ai sensi dell'art. 2437 *ter*, comma 6» c.c., per la sostanziale ragione che l'autonomia statutaria in materia di liquidazione delle azioni del socio recedente per ipotesi convenzionali di *exit*, per quanto ampia, non può essere considerata, tuttavia, illimitata<sup>14</sup>.

Ed in quest'ottica, particolare enfasi è data al dubbio circa la potenziale assenza di causa dello «spostamento di ricchezza a favore» della stessa Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. (*id est* a favore dell'azionista Stato e a danno delle fondazioni bancarie) che conseguirebbe alla valorizzazione delle azioni privilegiate in misura pari al nominale e, dunque, alla conseguente esclusione di

---

<sup>13</sup> Peraltro, considerato che, nel caso di specie, il criterio di liquidazione in deroga è previsto per ogni ipotesi di recesso senza distinzione alcuna, la potenziale illegittimità della clausola («con conseguente prospettazione di una sua nullità parziale») con riguardo alle ipotesi di recesso legale non pare incidere, comunque, sulla piena validità della medesima nella parte ove essa regola il recesso convenzionale dei possessori di azioni privilegiate. Né, sempre secondo il Consiglio di Stato, assume rilevanza decisiva in senso contrario la posizione della dottrina e della giurisprudenza circa l'obbligo di valorizzare le azioni oggetto di un patto di covendita ad un valore almeno pari a quello patrimoniale di liquidazione da recesso legale, dovendosi tener conto della sostanziale differenza tra l'obbligo di soggiacere alla vendita decisa da altri e la facoltatività del recesso convenzionale.

<sup>14</sup> E ciò anche senza voler accedere a quella linea interpretativa (su cui v. *infra*) che limita la facoltà di deroga alle sole modifiche in senso più favorevole al socio.

queste ultime da ogni partecipazione agli incrementi patrimoniali registrati in costanza del (ed anche grazie al) loro apporto patrimoniale (e, peraltro, nella permanenza di un rischio di perdita dell'investimento che, seppur attenuato, non può comunque ritenersi inesistente).

Per tali ragioni, ad avviso del Consiglio di Stato, non si può escludere che la validità della clausola in parola possa essere fondatamente contestata «in nome dell'equo apprezzamento di cui all'art. 1349 cod. civ. richiamato dall'art. 2437-ter, ultimo comma, ed altresì in forza dell'obiettivo "*orientamento al patrimonio*" dei criteri codicistici di liquidazione (*ex art. 2437 ter, c. 4*)»<sup>15</sup>. Il che, in definitiva, conduce a ritenere «equo e quindi meritevole di tutela l'interesse» delle fondazioni a vedersi riconosciuta, *in ipotesi di esercizio del proprio diritto di recesso convenzionale*, una quota proporzionale degli incrementi patrimoniali successivi al loro ingresso nella compagine sociale.

Per il Consiglio di Stato, tuttavia, un tale riconoscimento di natura patrimoniale non può essere utilmente attribuito ai possessori di azioni privilegiate con una ordinaria modifica della clausola statutaria relativa, dal momento che una tale variazione dello statuto legittimerebbe l'esercizio del diritto di recesso dei dissenzienti a norma dell'art. 2437, c. 1, lett. f), c.c.; il che, integrando un'ipotesi di recesso legale, esporrebbe la Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. al rischio di dover liquidare a favore dei recedenti il valore *patrimoniale* delle azioni stesse<sup>16</sup> in un sostanziale «*circolo vizioso*» che renderebbe il rimedio peggiore del male.

Per l'effetto, il richiesto parere rimette la soluzione del problema ad un auspicato intervento legislativo *ad hoc* e, di conseguenza, trasmette gli atti al Capo del Governo secondo il disposto dell'art. 58 del R.D. 21 aprile 1942, n. 444<sup>17</sup>, non

---

<sup>15</sup> Ma, forse, l'applicabilità del procedimento di cui all'art. 1349 c.c. potrebbe altresì essere invocata in considerazione del generale rinvio «alla legge» contenuto nella disposizione dell'art. 9, c. 4, dello statuto in tema di recesso (ancorché nei limiti di «quanto non espressamente disposto»).

<sup>16</sup> Stante la possibile nullità parziale della clausola statutaria che deroga al criterio legale di valorizzazione delle azioni in ogni ipotesi di recesso e non soltanto nei casi di recesso convenzionale.

<sup>17</sup> Che una tale comunicazione impone «quando dall'esame degli affari discussi dal Consiglio risulti che la legislazione vigente è in qualche parte oscura, imperfetta od incompleta».



mancando, peraltro, di evidenziare la rilevanza del problema al fine di «assicurare al Paese adeguati strumenti di politica industriale».

## 5. L'intervento legislativo *ad hoc*

### 5.1 La ratio normativa

A seguito di un apposito emendamento proposto dal Governo, la legge 17 dicembre 2012, n. 221 (di conversione del decreto legge 18 ottobre 2012 n. 179) ha introdotto al provvedimento recante ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese una serie di disposizioni aggiuntive (all'art. 36, cc. 3-*bis* e ss.) dirette proprio a modificare le «condizioni economiche per la conversione» delle azioni privilegiate della Cassa Depositi e Prestiti S.p.A.

In particolare, la novella legislativa – lungi dall'introdurre norme aventi una qualche portata generale – modifica *ex lege* le regole statutarie della società in materia di conversione delle azioni privilegiate in modo tale da riconoscere alle fondazioni bancarie una quota parte dell'incremento patrimoniale registrato dalla società nel periodo compreso tra la trasformazione *ex lege* in società per azioni e la data di conversione delle azioni privilegiate in azioni ordinarie.

Il meccanismo ideato per individuare il “nuovo” rapporto di conversione è articolato e complesso, prevedendosi (al c. 3-*bis*) l'obbligo “statutario” di determinare (entro il 31 gennaio 2013) rispettivamente: 1) il valore patrimoniale della società alla data della trasformazione e alla data del 31 dicembre 2012 secondo apposite perizie di stima; 2) il valore convenzionale delle azioni privilegiate ai fini della conversione in misura pari alla frazione del patrimonio reale della società alla data della trasformazione (frazione a sua volta calcolata quale rapporto tra lo stesso patrimonio ed il valore nominale delle azioni privilegiate); 3) il rapporto di conversione tra azioni privilegiate ed azioni ordinarie quale frazione tra il così individuato valore convenzionale di conversione delle prime ed il valore patrimoniale delle seconde (determinato sulla base del valore patrimoniale complessivo della società alla data del 31 dicembre 2012).

Al fine, peraltro, di consentire alle fondazioni bancarie di conservare comunque l'originaria frazione del capitale sociale anche nel caso in cui il rapporto di conversione risultasse inferiore all'unità, il successivo c. 3-ter attribuisce a ciascuna di esse «la facoltà di beneficiare di un rapporto di conversione alla pari» previa assunzione dell'obbligo di versare (in più *tranche* annuali) a favore della stessa società «una somma, a titolo di conguaglio, di importo pari alla differenza tra il valore di una azione ordinaria e il valore di una azione privilegiata»<sup>18</sup>.

Delimitato, poi, il periodo per esercitare il diritto di recesso previsto dallo statuto nei trenta giorni compresi tra il 15 febbraio 2013 ed il 15 marzo 2013, e fissata al 1° aprile 2013 la data della conversione automatica di tutte le azioni privilegiate (detenute da chi non ha *medio tempore* esercitato il relativo diritto di recesso statutario), il c. 3-*quater* del medesimo articolo sancisce l'obbligo a carico di tutte le fondazioni che non abbiano deciso di recedere di versare a «titolo di compensazione» al Ministero dell'economia e delle finanze un «importo forfetario pari al 50% dei maggiori dividendi corrisposti da CDP, per le azioni privilegiate per le quali avviene la conversione, dalla data di trasformazione in società per azioni, rispetto a quelli che sarebbero spettati alle medesime azioni per una partecipazione azionaria corrispondente alla percentuale di cui alla lettera *b*) del c. 3-*bis*».

Il complesso delle articolate previsioni normative introdotte è espressamente giustificato al c. 3-*septies*, primo periodo con il dichiarato «fine di consolidare la permanenza di soci privati nell'azionariato» della medesima società, tanto che lo stesso comma ha altresì cura di precisare che «Conseguentemente, in caso di recesso, quanto alla determinazione del valore di liquidazione delle azioni privilegiate, si applicano le vigenti disposizioni dello statuto» della Cassa dei depositi e prestiti S.p.A. (c. 3-*septies*, secondo periodo).

---

<sup>18</sup> Ma alla medesima finalità risponde anche il disposto del c. 3-*octies* della medesima norma laddove si attribuisce a ciascuna fondazione bancaria azionista il diritto (singolarmente «trasferibile a titolo gratuito tra le fondazioni bancarie azioniste») di acquistare, nel periodo compreso tra il 1° aprile 2013 e la successiva data di approvazione del bilancio chiuso al 31 dicembre 2012, «dal Ministero dell'economia e delle finanze, che è obbligato a vendere, un numero di azioni ordinarie (...) non superiore alla differenza tra il numero di azioni privilegiate già detenute e il numero di azioni ordinarie ottenuto ad esito della conversione» (evidentemente sotto la pari).

### 5.1. La *ratio* normativa

In buona sostanza, dunque, la novella introduce d'imperio nello statuto della Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. (e così escludendo il diritto di recesso che sarebbe altrimenti spettato ai dissenzienti nell'ipotesi di modifica con deliberazione assembleare) un rapporto di conversione più favorevole alle fondazioni bancarie, ma, nel contempo, prevede altresì due distinti "conguagli di conversione" in denaro a loro carico (per l'ipotesi che decidano di non esercitare il loro immutato recesso convenzionale *ante* conversione): l'uno (facoltativo) da versarsi nel caso in cui il rapporto di conversione risulti inferiore all'unità e si preferisca beneficiare di un rapporto di conversione alla pari con conguaglio in denaro («di importo pari alla differenza tra il valore di una azione ordinaria e il valore di una azione privilegiata») e l'altro (obbligatorio) da versarsi in ogni caso a titolo di "compensazione" per i (probabili) maggiori dividendi *medio tempore* percepiti rispetto a quelli di cui si avrebbe avuto diritto se la partecipazione fosse stata valorizzata sin dall'origine a valori reali e non già convenzionali (e pari alla metà del valore complessivo di tali maggiori dividendi).

L'intervento normativo finisce per dare ai diversi interessi in gioco un nuovo equilibrio sinallagmatico attraverso una modifica dei criteri di conversione.

Si è già detto che l'originario assetto contrattuale era stato raggiunto grazie alla duplice scelta, per un verso, di cedere le azioni privilegiate alle fondazioni bancarie ad un prezzo pari al loro valore nominale nonostante il (presunto e presumibile) maggior valore reale delle stesse e, per altro verso, di affidare alla prevista futura conversione automatica di tali azioni il compito di determinare l'effettivo sinallagma della complessa operazione di cessione delle azioni e di loro successiva conversione<sup>19</sup>.

---

<sup>19</sup> Una tale scelta era certamente dovuta all'urgenza di "privatizzare" in senso sostanziale la Cassa Depositi e Prestiti nel momento stesso della sua "privatizzazione formale" (ossia della trasformazione in società per azioni) senza attendere l'esito della (necessariamente non breve) valorizzazione preliminare dei valori reali dei beni ceduti.

Al fine, peraltro, di evitare che l'azionista "privato" si trovi ad ottenere, all'esito della così prevista conversione, un numero di azioni ordinarie considerato non congruo rispetto al "prezzo convenzionale" già pagato per ciascuna azione speciale, lo statuto riservava (e riserva tutt'ora) ai possessori di azioni speciali un particolare diritto di recesso che – assicurando il diritto di ottenere la somma originariamente investita nell'acquisto dei titoli – intendeva chiaramente neutralizzare (o, quanto meno, ridurre significativamente<sup>20</sup>) l'ordinaria alea normalmente connessa allo *status* di socio delle società (di capitali e non) per effetto del sostanziale esonero dal rischio di perdita dell'investimento<sup>21</sup>.

Benché un tale assetto contrattuale fosse, perlomeno in astratto, certamente funzionale al perseguimento di interessi meritevoli di tutela e, in linea di principio, non contrastante con nessuna norma imperativa del diritto civile, la scelta di rimettere integralmente allo statuto la regolamentazione del complesso dei rapporti intercorrenti tra i possessori di azioni speciali e l'azionista ordinario Stato ha fatto sorgere non poche perplessità circa la compatibilità delle conseguenti regole statutarie con il sistema normativo delle società di capitali<sup>22</sup>.

Ed è, infatti, al solo fine di scongiurare la possibile soccombenza giudiziale nelle eventuali azioni promesse al fine di accertare l'illegittimità delle opzioni statutarie originariamente adottate che il Consiglio di Stato ha suggerito, cautelativamente, di modificare con una norma primaria *ad hoc* il predetto equilibrio di interessi al fine di riconoscere all'azionista receduto

---

<sup>20</sup> La pur ampia postergazione nelle perdite assicurata alle azioni privilegiate non esclude, difatti, il rischio di perdita dell'investimento nei casi (limite) di impossibilità di esercizio del diritto di *exit* per scioglimento della società e/o per avvio di procedure concorsuali.

<sup>21</sup> Tuttavia, in una chiara logica compensativa del minor rischio così riservato all'azionista privilegiato, lo statuto negava ogni diritto di quest'ultimo di partecipare – in ipotesi tanto di recesso quanto di conversione delle sue azioni – agli incrementi patrimoniali registrati dalla società sino alla conversione delle azioni speciali in azioni ordinarie.

<sup>22</sup> Nessun dubbio, infatti, si sarebbe posto se si fosse scelto di procedere al riequilibrio successivo dei valori in gioco attraverso convenzioni parasociali aventi ad oggetto opportune opzioni di acquisto e di vendita di azioni a valori da determinarsi secondo le risultanze di apposite perizie estimative del valore reale dei beni originariamente ceduti ad un prezzo convenzionale.

una frazione degli incrementi patrimoniali *medio tempore* realizzati dalla società<sup>23</sup>.

Ciò non di meno, il legislatore ha lasciato intatto il predetto meccanismo di liquidazione delle azioni in ipotesi di recesso (e, dunque, con esso anche il relativo rischio di contenzioso sfavorevole<sup>24</sup>), preferendo modificare i termini stessi dell'originario assetto negoziale attraverso la previsione dell'obbligo di convertire le azioni speciali non già (come era originariamente previsto) secondo un rapporto di conversione determinato sulla base del valore reale delle azioni ordinarie al momento della conversione e del valore nominale delle azioni privilegiate, ma, all'opposto, riconoscendo anche alle azioni speciali il loro "valore reale" all'atto della conversione. Il tutto previa individuazione *a posteriori* della percentuale di partecipazione "teorica" al capitale della società che dette azioni avrebbero avuto se fossero state emesse – e poi cedute – non già al valore nominale ma al loro valore reale (e applicando detta percentuale "teorica" al valore patrimoniale della società al 31 dicembre 2012).

Considerato, tuttavia, che i possessori delle azioni convertende hanno potuto, *medio tempore*, beneficiare della (presumibilmente) più alta partecipazione "convenzionale" al capitale sociale rispetto a quella che avrebbero ottenuto se la valorizzazione dell'investimento fosse avvenuto *ab origine* a valori reali, il legislatore – in un chiaro tentativo di "mediazione" tra interessi contrapposti – ha altresì sancito l'obbligo a carico degli azionisti privilegiati che intendano permanere in società di versare un "conguaglio di conversione" pari alla metà del maggiore dividendo percepito rispetto a quello a cui avrebbero avuto diritto se la partecipazione fosse stata valorizzata sin dall'origine a valori reali e non convenzionali<sup>25</sup>.

---

<sup>23</sup> Finalità che, in vero, si sarebbe potuta conseguire anche semplicemente prevedendo che il valore di liquidazione delle azioni del socio receduto avrebbe dovuto tener conto, oltre che del valore nominale delle relative azioni, anche della quota parte dell'eventuale incremento patrimoniale ascrivibile a ciascuna azione privilegiata.

<sup>24</sup> Il dubbio circa la validità della clausola di recesso convenzionale che deroga *in peius* ai criteri legali di valorizzazione delle azioni resta aperto, infatti, all'esito della novella, esattamente nei medesimi termini evidenziati anteriormente.

<sup>25</sup> "Conguaglio di conversione", peraltro, che – essendo formalmente imposto a titolo di una non meglio precisata "compensazione" – sembra trovare una possibile giustificazione soltanto nella circostanza che il nuovo rapporto di con-

*Ratio* e portata della nuova disposizione normativa confermano, dunque, che l'intento perseguito dal legislatore è (come, peraltro, espressamente dichiarato) unicamente quello di scongiurare il rischio di un ampio esercizio del diritto di recesso da parte delle fondazioni bancarie (indipendentemente da ogni dubbio circa i relativi criteri di liquidazione), lasciando, tuttavia, intatto lo spinoso problema teorico evidenziato dal Consiglio di Stato.

L'efficacia della soluzione individuata non potrà che essere giudicata in base all'esito delle scelte concrete che le fondazioni bancarie decideranno di adottare.

Il dubbio, tuttavia, che il rimedio possa essere tutt'altro che risolutivo non può essere escluso, se non altro per le inedite e delicate questioni interpretative che la novella solleva in punto di sua compatibilità rispetto tanto alle norme costituzionali quanto a quelle comunitarie (soprattutto in materia di aiuti di stato)<sup>26</sup>.

---

versione attribuisce (o meglio finirà presumibilmente per attribuire) alle azioni convertendo un maggior valore "teorico" rispetto a quello originariamente previsto dallo statuto.

<sup>26</sup> Senza alcuna pretesa di completezza, basti dire che la novella finisce per riconoscere ai soli soci privati che decidano di non recedere il diritto di partecipare agli incrementi patrimoniali della società e, dunque, correlativamente per negare ogni eguale diritto ai soci privati che, al contrario, decidano di avvalersi del diritto di recedere dalla società. Il che – se può essere considerata scelta che non urta con il quadro costituzionale italiano alla luce della rilevanza della società in parola per le superiori finalità di politica economica ed industriale – è disposizione che pone più di qualche incertezza alla luce del divieto comunitario di concedere aiuti di stato alle imprese private (nel caso, le fondazioni bancarie "agevolate" nella loro permanenza nella compagine sociale). Di contro, impone per legge a chi già partecipa al capitale di una società per l'azioni obbligo di effettuare ulteriori versamenti oltre a quelli volontariamente assunti sottoscrivendo il capitale sociale (nel caso di specie il conguaglio di conversione al non meglio definito "titolo di compensazione") è scelta quanto meno asistemica rispetto al diritto societario vigente (ove una tale imposizione è unanimemente esclusa: v. *infra*) e particolarmente grave ove si consideri che al socio che non intenda subire il predetto obbligo è imposto un diritto di recesso convenzionale penalizzante rispetto a quello che gli sarebbe spettato se la modificazione statutaria fosse stata adottata secondo le ordinarie regole maggioritarie e non per via legislativa (e si è già detto che il Consiglio di Stato, rilevata la non sicura liceità della clausola statutaria ha ritenuto necessario l'intervento normativo *ad hoc* proprio in considerazione dell'altrimenti inevitabile diritto di recesso *legale* del dissenziente e della certa applicazione, in tal caso, del criterio legale di liquidazione delle azioni per la certamente invocabile nullità parziale a norma dell'art. 2437, ultimo comma, c.c. della relativa previsione statutaria in deroga per ogni ipotesi di recesso e non solo per quelle convenzionali).

Lasciando a più approfondite riflessioni ogni indagine al riguardo, in questa sede resta da svolgere qualche considerazione in merito ai problemi interpretativi originariamente sollevati dal parere del Consiglio di Stato, se non altro in considerazione del fatto che essi sono suscettibili di presentarsi identicamente con riguardo a qualunque società per azioni retta dal diritto comune.

## 6. Le questioni controverse

La complessiva vicenda appena ricostruita si snoda intorno a due diverse fattispecie variamente collegate: da un lato, il recesso convenzionale retto da un criterio di liquidazione delle azioni derogante *in peius* a quello legale e, dall'altro lato, la conversione automatica delle azioni speciali in azioni ordinarie secondo un rapporto di concambio determinato *a posteriori* sulla base dei criteri fissati *ex ante* nello statuto.

Benché, come si è detto, la *querelle* tragga certamente origine dalla clausola statutaria di automatica conversione delle azioni privilegiate in azioni ordinarie, in verità nessuno dei dubbi sottoposti al vaglio del Consiglio di Stato e da questo esaminati attiene alla legittimità dei criteri statuari di determinazione convenzionale del rapporto di "concambio" tra azioni privilegiate ed azioni ordinarie. Tutti i nodi problematici posti a giustificazione della richiesta di parere del Consiglio di Stato e da questo considerati rilevanti per sollecitare l'intervento del legislatore hanno, infatti, ad oggetto (come più volte detto) l'ampiezza della pur riconosciuta libertà statutaria di derogare (*in peius*) ai criteri legali di valorizzazione delle azioni del socio receduto.

Conviene, dunque, partire proprio da tali dubbi, lasciando alle considerazioni conclusive qualche osservazione sulla convertibilità azionaria.

### 6.1. I limiti alla libertà statutaria di prevedere diritti di recesso convenzionale caratterizzati da criteri di liquidazione delle azioni diversi rispetto a quello legale

È noto che con la riforma del 2003, il sistema normativo delle società di capitali ha radicalmente mutato rotta con riguardo sia all'ampiezza che alla funzione del diritto di recesso<sup>27</sup>.

L'impostazione del codice del 1942 vedeva nel diritto del socio di abbandonare l'organizzazione collettiva l'*extrema ratio* concessa al singolo avverso le decisioni della maggioranza aventi ad oggetto le variazioni delle "basi essenziali del contratto sociale"<sup>28</sup> (e, dunque, i casi limite di modifica dell'oggetto sociale, di trasformazione e di trasferimento della sede legale all'estero)<sup>29</sup>. Con la riforma, invece, si è preferita l'idea di affidare al diritto di recesso la funzione di garantire il disinvestimento del socio in

---

<sup>27</sup> Tanto che, per C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, seconda edizione, Milano, 2009, 33 l'istituto ha subito una vera e propria «rivoluzione copernicana».

<sup>28</sup> Per una visione d'insieme della sterminata letteratura in argomento v., per tutti, 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, 6\*, Torino, 1993, 103 s., n. 32.; G. GRIPPO, *Il recesso del socio*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 6\*, Torino, 2000, 134 e D. GALLETI, *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000 e, con particolare riguardo alla valorizzazione del principio di conservazione della società, G.L. PELLIZZI, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, I, 202.

<sup>29</sup> Che l'elenco di cui al previgente testo dell'art. 2437 c.c. avesse natura tassativa era conclusione assolutamente prevalente tanto in dottrina quanto in giurisprudenza in considerazione vuoi della necessità di assicurare tutela all'integrità del capitale, vuoi del *favor* verso la sopravvivenza dell'impresa collettiva, vuoi ancora della generale vincolatività delle delibere assembleari per tutti i soci. Sul punto, cfr., tra le molte decisioni, App. Milano, 12 marzo 2002, in *Giur. it.*, 2002, 2105, con nota di Luoni; App. Milano, 16 ottobre 2001, in *Società*, 2002, 449, con nota di Zagra; Trib. Como, 11 ottobre 1993, in *Società*, 1994, 248; Trib. Milano, 9 settembre 1991, in *Riv. dir. comm.*, 1992, II, 63. Tra coloro che, invece, ammettevano cause di recesso convenzionali, v. G. TANTINI, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nella società per azioni*, Padova, 1973, 156 ss.; U. BELVISO, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nelle società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, 15, Torino, 1985, 86 e R. NOBILI - M.S. SPOLIDORO, *La riduzione di capitale*, in *Trattato delle società per azioni*, 6\*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, 2000 (ristampa), 437 ss.



ipotesi di modificazioni sostanziali delle condizioni di rischio dell'iniziativa economica comune<sup>50</sup>.

In questa chiave di lettura, dunque, i presupposti del diritto di recesso legale sono stati significativamente ampliati così, tuttavia, rimettendo al volere della maggioranza decisioni che, in precedenza, si ritenevano condizionate al necessario consenso unanime dei soci (come nel caso, ad esempio, della revoca dello stato di liquidazione e della introduzione di vincoli alla circolazione delle azioni).

Coerentemente con la nuova funzione dell'istituto – passato da mero strumento di garanzia avverso decisioni tutto sommato rare a vero e proprio ordinario meccanismo di agevole disinvestimento per variazioni organizzative ben più frequenti – il legislatore del 2003 si è altresì premurato, per un verso, di garantire al recedente l'attribuzione del valore "reale" del proprio investimento e, per altro verso, di consentire espressamente all'autonomia statutaria delle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio la previsione di cause di recesso «ulteriori» (senza altra specificazione).

In ordine al primo aspetto<sup>51</sup>, l'art. 2437-ter c.c. precisa che il valore di liquidazione delle azioni del recedente è determinato

---

<sup>50</sup> Sul punto, tra i molti, v. P. SPADA, *C'era una volta la società...*, in *Riv. not.*, 2004, 10, per il quale occorre valorizzare il disposto dell'art. 2437-*quater* c.c. laddove il recesso è delineato come una «consecuzione di opzioni di vendita, a prezzo "amministrato" dalla legge, dell'azionista ai consoci, ai terzi ed alla società, opzioni che sono in protestate dell'azionista al verificarsi di eventi che, per legge e/o per statuto, sono apprezzabili come capaci di alterare il di lui interesse alla persistenza nella "sua" compagine sociale» e, più in generale, G. FERRI JR., *Investimento e conferimento*, Milano, 2001, 160, per il quale «nelle ipotesi alle quali è ricollegato il diritto di recesso è possibile rinvenire la fissazione normativa dei limiti oltre i quali il socio, pur continuando a partecipare alla medesima società, finisce tuttavia per non partecipare più al *medesimo* investimento». Sul punto v. anche A. DENTAMARO, *Il diritto al disinvestimento nelle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 342; S. CAPIELLO, *Prospettive di riforma del diritto di recesso dalle società di capitali: fondamento e limiti dell'autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, I, 243 ss. e, da ultimo, C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, cit., *passim*, ove ulteriori ampi riferimenti.

<sup>51</sup> L'originario testo dell'art. 2437 c.c. stabiliva che il valore di liquidazione della quota del socio recedente doveva essere determinato sulla base del patrimonio sociale risultante dal bilancio dell'ultimo esercizio. In argomento, tra i molti, cfr. C. GIANNATTASIO, *Liquidazione della quota del socio receduto, competenza degli organi sociali*, in *Giust. civ.*, 1974, I, 1705 ss.; P.G. JAEGER, *Deroche alle valutazioni «legali» di bilancio in presenza di «speciali ragioni»*, in

«tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato» (c. 2)<sup>32</sup> e che «lo statuto può stabilire criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione» a condizione che indichi «gli elementi dell'attivo e del passivo del bilancio che possono essere rettificati rispetto ai valori risultanti dal bilancio, unitamente ai criteri di rettifica, nonché altri elementi suscettibili di valutazione patrimoniale da tenere in considerazione» (c. 4)<sup>33</sup>.

---

*Giur. comm.*, 1974, I, 5 ss.; G. FERRI, *Recesso del socio e speciali ragioni di deroga ai criteri legali di valutazione nel bilancio di esercizio*, in *Riv. dir. comm.*, 1975, II, 134 ss.; L. DE ANGELIS, *Sui criteri di valutazione delle azioni del socio recedente*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1977, 1521 ss.; R. ADANI, *Rimborso di azioni espropriate e art. 2437 c.c.: profili di incostituzionalità*, in *Giur. comm.*, 1982, II, 525 ss.; G. PRESTI, *Questioni in tema di recesso nelle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 1982, I, 100 ss.; M.C. CARDARELLI, *Il diritto di recesso nella disciplina societaria*, in *Studi senesi*, 1983, 328 ss.; D. SPEDICATI, *Il diritto di recesso: il rimborso del recedente*, in *Riv. soc.*, 1993, 681 ss.; A. MONTESANO, *Recesso del socio di s.r.l.: criteri e termine di liquidazione della quota*, in *Società*, 1996, 846 ss.; D. GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, cit., 388 ss.; A. ZORZI, *Revoca della liquidazione a maggioranza e diritto di recesso*, in *Giur. comm.*, 2001, II, 109 ss.; M. SANTORO, *Recesso del socio e criteri di ricalcolo del rimborso delle azioni*, in *Società*, 2001, 311 ss.; M. CAVALLO, *La liquidazione della quota del socio receduto nelle società quotate in borsa*, in *Riv. not.*, 2003, 191 ss.; F. FUNARI, *Recesso da società non quotata e criteri di valorizzazione delle azioni da rimborsare*, in *Società*, 2002, 1239 ss., mentre in giurisprudenza v., *ex multis*, Cass., 10 settembre 1974, n. 2454, in *Riv. dir. comm.*, 1975, II, 134; Trib. Milano, 2 maggio 1996, in *Foro it.*, 1998, I, c. 262 e Cass., 22 aprile 2002, n. 5850, in *Società*, 2002, 1239 ss. Per una diversa impostazione rispetto all'opinione dominante v., però, M. TRONTI, *In tema di rimborso delle azioni al socio che recede da una società per azioni*, in *Contratto e impresa*, 1996, 419 ss.; L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Milano, 2002, 228; G. FERRI JR., *Investimento e conferimento*, cit., 154 ss.

<sup>32</sup> Sul concreto significato dell'espressione normativa, per tutti, v. l'ampia disamina di M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Riv. soc.*, 2005, 369, ove anche i necessari riferimenti alla dottrina aziendalistica circa i metodi di valutazione del patrimonio e della capacità reddituale della società.

<sup>33</sup> Sui criteri di liquidazione della quota dopo la riforma cfr. S. CARMIGNANI, *Commento all'art. 2437-ter*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, tomo II, vol. 2, Torino, 2003, 890 ss.; M. CALLEGARI, *Commento all'art. 2437-ter c.c.*, in AA. VV., *Il nuovo diritto societario* diretto da G. Cottino e G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, vol. \*\*, Bologna, 2004, 1420 ss.; S. MASTURZI, *Riflessi finanziari e patrimoniali del recesso del socio*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di C. Montagnani, Milano, 2004, 125 ss.; A. PACIELLO, *Commento all'art. 2437-ter*, in *Società di capitali. Commentario* a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, II, 1125 ss.; G. SCHIANO DI PEPE, *Circolazione delle partecipazioni e prezzo di trasferi-*

Quanto, invece, al recesso convenzionale, il legislatore si preoccupa unicamente di stabilire che il recesso «con preavviso» (*id est ad nutum*) è consentito unicamente per le società «non quotate» costituite «a tempo indeterminato» (art. 2437, c. 3, c.c.) lasciando, per il resto, integralmente all'interprete il compito di individuare eventuali ulteriori limiti posti dal sistema all'autonomia privata sul punto<sup>34</sup>.

Limiti che, peraltro, non sono condizionati dal disposto dell'art. 2437, ultimo comma, c.c. il quale, coerentemente con il mutato quadro normativo, prescrive la nullità di «ogni patto volto ad escludere o rendere più gravoso l'esercizio del diritto di recesso» per le sole «*ipotesi previste dal primo comma*» del medesimo art. 2437 c.c., ossia per i soli casi di recesso legale inderogabile<sup>35</sup>.

---

mento, in *Riv. dir. impr.*, 2004, 273 ss.; M. STELLA RICHTER, *Diritto di recesso ed autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 389 ss.; V. CALANDRA BONAURA, *Il recesso del socio da società di capitali*, in *Giur. Comm.*, 2005, I, 291 ss.; M. CARATTOZZOLO, *Criteri di valutazione delle azioni del socio recedente nelle s.p.a.*, in *Società*, 2005, 1209 ss.; F. CHIAPPETTA, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi ed applicativi*, in *Riv. soc.*, 2005, 487 ss.; M. CHIRILLI, *Diritto di recesso e rimborso delle azioni nella riforma del diritto societario*, in *Riv. not.*, 2005, II, 141 ss.; P. IOVENITTI, *Il nuovo diritto di recesso: aspetti valutativi*, in *Riv. soc.*, 2005, 459 ss.; P. PISCITELLO, *Riflessioni sulla nuova disciplina del recesso di società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2005, 518 ss.; V. SALAFIA, *Il recesso dei soci nelle società di capitali*, in *Società*, 2006, 417 ss.; M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Milano, 2010, 125 ss.; C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, cit., 154 ss.; G.V. CALIFANO, *Il recesso nelle società di capitali*, Padova, 2010, 94 ss.; D. GALLETTI, *Commento all'art. 2437-ter*, in *Codice Commentato delle società* a cura di N. Abriani e M. Stella Richter, Milano, 2010, 1639 ss.; G. SCARCHILLO, *Commento all'art. 2437-ter*, in *Commentario del codice civile*, a cura di P. Cendon, Milano, 2010, 421 ss.

<sup>34</sup> Ed in dottrina, sul punto, si discute soprattutto dell'ammissibilità del recesso convenzionale *ad nutum* per le società contratte a tempo determinato: tra i molti cfr. M. STELLA RICHTER, *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, cit., 395; A. TOFFOLETTO, *L'autonomia privata e suoi limiti nel recesso convenzionale del socio di società di capitali*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 372; A. DACCÒ, *Il diritto di recesso: limiti dell'istituto e limiti dell'autonomia privata nella società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 485 (con riguardo alle società a responsabilità limitata); M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, cit., 338 ss.; C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, cit., 198 ss. ove ulteriori riferimenti.

<sup>35</sup> La norma, infatti, non trova applicazione per le due cause di recesso legale previste dal c. 2 della medesima disposizione (per la proroga del termine e

L'innovativo sistema normativo così delineato ha inevitabilmente fatto insorgere, tanto in dottrina quanto in giurisprudenza, una pluralità di questioni controverse, tra le quali, prima di tutte, quelle relative sia alla portata del divieto di cui all'ultimo comma dell'art. 2437 c.c. sia alla conseguente ampiezza dell'autonomia statutaria in merito alla fissazione di criteri di liquidazione diversi da quello legale.

Secondo alcuni, infatti, dall'assenza di ogni specificazione nel testo della norma che consente la deroga al criterio di liquidazione legale, discende la conseguenza che la relativa facoltà è ammessa in ogni ipotesi di recesso purché, tuttavia, in senso più favorevole al socio, stante l'esistenza di un generale principio ricavabile dal sistema che ancora la liquidazione delle azioni al loro valore reale<sup>36</sup>.

Di contro, secondo altri, il disposto dell'ultimo comma dell'art. 2437 c.c. limita l'autonomia statutaria a garanzia del socio recedente soltanto con riguardo ai casi di recesso legale inderogabile (di cui al c. 1 della medesima disposizione), così lasciando alla libera determinazione dei privati la fissazione di criteri di valutazione alternativi per tutte (e soltanto) le ipotesi di recesso convenzionale (e, presumibilmente, per i due casi di recesso legale derogabile di cui all'art. 2437, c. 2, c.c.)<sup>37</sup>.

---

l'introduzione o la rimozione di vincoli alla circolazione delle azioni) le quali possono essere oggetto di espressa deroga statutaria. Ritiene che, nonostante il tenore letterale della disposizione, il divieto debba estendersi a tutti i casi di recesso legale inderogabile previsti dalla legge. M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, cit., 335-336, in considerazione della «natura indisponibile del diritto di recesso quale estremo strumento di tutela della minoranza a fronte del potere della maggioranza».

<sup>36</sup> Cfr. M. STELLA RICHTER, *Diritto di recesso ed autonomia statutaria*, cit., 395, per il quale la valutazione secondo il criterio statutario non potrebbe mai condurre ad un importo inferiore a quello derivante dall'utilizzazione del criterio legale; D. GALLETI, *Commento all'art. 2437-ter*, in *Codice Commentato delle società*, cit., 1639 ss.; ID., in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2005, 1595; C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, cit., 200 ss.

<sup>37</sup> Nel senso che i criteri di liquidazione delle azioni sono derogabili in ogni senso e senza limiti con riguardo ai casi di recesso derogabile e convenzionale mentre possono essere variati statutariamente soltanto in senso più favorevole al socio nei casi di recesso legale inderogabile cfr. L. SALVATORE, *Il "nuovo" diritto di recesso nelle società di capitali*, in *Contratto e impresa*, 2003, 629 ss.; G. SCARCHILLO, *Commento all'art. 2437-ter*, in *Commentario del codice civile*, a cura di P. Cendon, cit., 421 ss.; V. CALANDRA BONAURA, *Il recesso del socio da società di capitali*, 314; M. CALLEGARI, *Commento all'art. 2437-ter c.c.*, in

Non mancano, peraltro, posizioni intermedie e variamente differenziate volte ad affermare, alternativamente, che: (i) l'autonomia statutaria non può mai derogare (né *in melius* né *in peius*) ai criteri legali di liquidazione della quota potendo, al contrario, soltanto «specificare il contenuto concreto dei parametri legali restringendo i margini di discrezionalità tecnica di cui godono gli amministratori nell'ambito del procedimento di valutazione»<sup>38</sup>; (ii) la facoltà di deroga è generale e riguarda anche le stesse cause di recesso legale inderogabile, non potendosi con certezza distinguere *a priori* «tra deroghe “migliorative” e deroghe “peggiorative” dei criteri legali di liquidazione delle azioni»<sup>39</sup>; (iii) la legge fissa unicamente un generale (ed invalicabile) limite superiore rappresentato dal valore di mercato delle azioni<sup>40</sup>.

---

AA. VV., *Il nuovo diritto societario* diretto da G. Cottino e G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, cit., 1420 ss.; G. DE NOVA, *Il diritto di recesso del socio di società per azioni come opzione di vendita*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 329 ss.; L. ENRIQUES - S. SCIOLLA - A. VAUDANO, *Il recesso del socio di s.r.l.: una mina vagante nella riforma*, in AA.VV., *Contributi alla riforma delle società di capitali*, Milano, 2004, 766. In giurisprudenza, cfr. Trib. Milano (decr.), 27 ottobre 2004, in *Giur. milanese*, 2004, 476 ss. che esclude la legittimità della clausola che ancora il recesso al valore risultante dal bilancio d'esercizio e Trib. Torino, 26 novembre 2004, secondo cui «È legittima e non contrasta con alcuna norma imperativa la deliberazione dell'assemblea straordinaria che introduca nello statuto una disciplina convenzionale del diritto di recesso che individui criteri per la liquidazione della quota migliorativi rispetto alla previsione normativa». Sembra ammettere la derogabilità anche *in peius* dei criteri legali di liquidazione delle azioni anche nei casi di recesso legale inderogabile, S. CARMIGNANI, *Commento all'art. 2437-ter*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, cit., 891.

<sup>38</sup> Così, in particolare, C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, cit., 203, ma nello stesso senso già M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Riv. soc.*, 2005, 414 ss. e V. DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, 3, Torino, 2007, 236 ss.

<sup>39</sup> Così ancora M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, cit., 418 con espresso riferimento all'ipotesi di predeterminazione statutaria del valore assoluto di liquidazione dell'azione (riprendendo uno spunto di M. STELLA RICHTER, *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, cit., 411, testo e n. 67.

<sup>40</sup> A. PACIELLO, *Commento agli artt. 2437-2437-sexies*, cit., 1126 e C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, cit., 201 ss.

Ciascuna delle diverse impostazioni concettuali che animano ancora oggi il dibattito può contare su elementi di sostegno di varia portata e natura. Sicché, si sarebbe certamente salutato con favore un intervento normativo di diritto comune volto a risolvere in via generale il problema interpretativo sollevato. Poiché, tuttavia, l'occasione non è stata sfruttata, l'individuazione dell'effettiva portata del combinato disposto delle diverse norme interagenti sul punto continua ad essere affidata al solo lento (ed inevitabilmente incerto) operare della giurisprudenza.

Pur non essendo questa la sede per prendere posizione su una questione così articolata e complessa, occorre, non di meno, rilevare che la soluzione più garantista<sup>41</sup> finisce per desumere da una lettura sistematica delle diverse regole che governano l'abbandono individuale dell'iniziativa collettiva l'esistenza di un inderogabile principio generale volto a negare all'autonomia privata la possibilità di individuare soluzioni *ad hoc* per ipotesi di recesso particolari ed ulteriori rispetto a quelle legali. E ciò nonostante un complessivo quadro normativo (a torto o a ragione) chiaramente informato alla più ampia modulabilità dell'assetto organizzativo delle società per azioni<sup>42</sup>.

In estrema sintesi, chi ritiene che al socio debba sempre essere assicurato quanto meno il valore *attuale* del proprio investimento azionario (o, se si preferisce, la frazione ideale del patrimonio della società all'atto dello scioglimento del vincolo sociale) fa leva su un'osservazione di fondo: se la *ratio* del divieto (pur formalmente riferito ai soli casi di recesso legale inderogabile) di cui all'ultimo comma dell'art. 2437 c.c. è quella di assicurare all'istituto la funzione di strumento di disinvestimento del socio nelle diverse ipotesi previste dalla legge o dallo statuto, i limiti all'autonomia statutaria in punto di determinazione di

---

<sup>41</sup> Secondo cui al socio che recede deve essere assicurato almeno il valore reale del proprio investimento *in tutti i casi di recesso* e non soltanto nelle sole ipotesi legali.

<sup>42</sup> Su cui, tra i moltissimi, cfr. R. SACCHI, *Autonomia statutaria, competizione fra ordinamenti e giurisprudenza comunitaria*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, 69; F. D'ALESSANDRO, *La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata. Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2003, 36 ss. e, in senso critico, G. ROSSI - A. STABILINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2003, 1 ss.

criteri alternativi di liquidazione delle azioni del recedente<sup>43</sup> devono essere estesi ad ogni ipotesi di recesso e non soltanto a quelle legali inderogabili di cui all'art. 2437, c. 1, c.c.<sup>44</sup>.

In questa stessa logica è diffusa l'idea che il criterio legale di valutazione di cui all'art. 2437-ter c.c. assurga a vero e proprio parametro di riferimento per la valorizzazione delle azioni *in tutte le ipotesi di uscita del socio dall'iniziativa societaria*, soprattutto al fine di evitare che un criterio diverso finisca per privare il socio dell'insopprimibile diritto (o obbligo) di partecipare agli incrementi (o ai decrementi) patrimoniali *medio tempore* intercorsi, in aperta violazione del generale divieto di patto leonino di cui all'art. 2265 c.c. e, in definitiva, della stessa causa del contratto di società delineata dall'art. 2247 c.c.<sup>45</sup>.

---

<sup>43</sup> Nella parte dell'art. 2437-ter, c. 4, c.c. ove si precisa che lo statuto può – soltanto – indicare «gli elementi dell'attivo e del passivo del bilancio che possono essere rettificati rispetto ai valori risultanti dal bilancio, unitamente ai criteri di rettifica, nonché altri elementi suscettibili di valutazione patrimoniale da tenere in considerazione».

<sup>44</sup> Per un'ampia esemplificazione del complessivo ragionamento così sinteticamente descritto cfr. C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, cit., 201-202, ove l'osservazione secondo cui «poiché l'introduzione di nuovi casi di recesso è funzionale a estendere la sfera di applicazione dell'istituto nel rispetto della sua *ratio*, non è legittima l'adozione di criteri di calcolo della quota di liquidazione che si pongono in contrasto con la medesima» potendo l'autonomia statutaria soltanto «limitare la discrezionalità degli amministratori nell'applicazione del criterio legale» e non anche fissare «parametri basati su valori del tutto indipendenti dal capitale economico della società (si pensi, ad esempio, a un criterio che imponesse il rimborso delle partecipazioni sulla base del valore nominale delle stesse)» (*ivi*, n. 245). Nello stesso senso, tra i molti, v. anche S. MASTURZI, *Riflessi finanziari e patrimoniali del recesso del socio*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di C. Montagnani, cit., 142-143.

<sup>45</sup> Se è vero, infatti, che il diritto di partecipare alla divisione del patrimonio residuo di liquidazione della società è, in considerazione del chiaro disposto dell'art. 2350, c. 1, c.c., diversamente modulabile dallo statuto tra diverse categorie di azioni, è altresì indubbio che un tale diritto è «comunque insopprimibile» per la «precisa rilevanza causale» della norma nel quadro delle disposizioni sull'essenzialità del lucro soggettivo (cui si ispira il divieto di patto leonino di cui all'art. 2265 c.c.): così C.F. GIAMPAOLINO, «Nuove» *funzioni e questioni delle azioni di categoria*, cit., 638, per il quale il potere della maggioranza di non distribuire l'utile di esercizio in tanto è possibile in quanto il diritto alla quota di liquidazione non sia eliminato, dovendosi escludere che il potere di «rinvio della distribuzione – in astratto possibile – determini la frustrazione della causa lucrativa». Per una diversa impostazione v., tuttavia, A. STAGNO D'ALCONTRES,

Ed è, dunque, questa la ragione per la quale si ritiene che occorra riferirsi a tale parametro non soltanto nei (testualmente previsti) casi del riscatto azionario<sup>46</sup> e dell'obbligo di acquistare le azioni del socio cui è negato il mero gradimento al trasferimento delle proprie azioni (art. 2355-bis, c. 2, c.c.)<sup>47</sup> ma, anche,

---

*Commento all'art. 2355 c.c.*, in *Società di capitali. Commentario* a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 321. Più in generale, sulla portata del divieto di cui all'art. 2265 c.c. cfr., tra i molti, G. MINERVINI, *Partecipazione a scopo di finanziamento e patto leonino*, in *Contr. e impr.*, 1988, 771 ss.; N. ABRIANI, *Il divieto di patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, Milano, 1994, 115 ss. e, da ultimo, E. BARCELLONA, *Clausole di put & call a prezzo predefinito. Fra divieto di patto leonino e principio di corrispettività*, Milano, 2004, 56 ss. ove ampi riferimenti cui adde, da ultimo. C.F. GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, Milano, 2004, 170 ss.

<sup>46</sup> Ove l'art. 2437-sexies c.c. ha ora cura di rinviare espressamente alla medesima disposizione. Sul nuovo istituto introdotto con la riforma del 2003, v. tra i molti, A. PISANI MASSARMOMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, 1308; L. ENRIQUES, *Spunti in tema di strumenti finanziari partecipativi e ibridi e di azioni correlate e riscattabili (con un caveat sulle trasformazioni elusive da s.r.l. a s.p.a.)*, in *Nuovo diritto societario*, a cura di M. de Tilla, G. Alpa, S. Patti, Milano, 2003, 113 ss.; S. PESCATORE, *Le azioni riscattabili e le azioni correlate, ibidem*, 89 ss.; G. OPPO, *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, 61 ss.; D. GALLETI, *Commento all'art. 2437-sexies c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2005, 1634 ss.; A. PACIELLO, *Commento all'art. 2437-sexies c.c.*, in *Società di capitali. Commentario* a cura di G. Niccolini e A. Stagno D'Alcontres, vol. II, Napoli, 2004, 1145 ss.; V. ALLEGRI, *Categorie di azioni e strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. impr.*, 2004, 247 ss.; U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria delle società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, 1091 ss.; M. CALLEGARI, *Commento all'art. 2437 bis c.c.*, in *Il nuovo diritto societario* diretto da G. Cottino e G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, vol. \*\*, Bologna, 2004, 1445 ss.; M. CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2005, I, 50 ss.; L. CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, 200 ss.; E. MALIMPENSA, *I nuovi tipi di circolazione forzata delle partecipazioni sociali: spunti di riflessione*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011, 226 ss.

<sup>47</sup> Sul tema specifico dell'obbligo di acquisto cfr., soprattutto, L. STANGHELLINI, *Commento all'art. 2355-bis c.c.*, in *Azioni. Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 578 ss.; D. CORAPI, *Clausole di mero gradimento e clausole di prelazione*, in *Società*, 2005, 833 ss.; M. CALLEGARI, *Le azioni e le regole di circolazione*, in *La riforma delle società*, a cura di S. Ambrosini, Torino, 2003, 115 ss. e L. DELLI PRISCOLI, *L'uscita volontaria del socio dalle società di capitali*, Milano, 2005, 188, mentre, sull'ampio problema dei limiti alla circolazione



secondo molti<sup>48</sup>, dell'atipica previsione statutaria di clausole di c.d. "covendita"<sup>49</sup>.

Qualora, infatti, lo statuto preveda l'obbligo a carico di alcuni o di tutti i soci (cc.dd. "trascinati") di vendere le proprie partecipazioni nell'ipotesi in cui altri soci (i cc.dd. "trascinatori") decidano di aderire ad una proposta di un terzo avente ad oggetto l'acquisto della totalità (o di una certa frazione, normalmente di maggioranza) delle azioni della società, l'obbligo del socio c.d. "trascinato" di vendere le proprie azioni alle condizioni offerte al (e negoziate dal) socio c.d. "trascinatore" (senza, dunque, poter partecipare alle trattative) è considerato compatibile con il sistema soltanto a condizione che gli sia

---

delle azioni, tra i moltissimi, v. A. TUCCI, *Limiti alla circolazione delle azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. 1, Torino, 2006, 617 ss.; C.A. BUSI, *Le clausole di prelazione statutaria nella s.p.a.*, in *Riv. not.*, 2005, 453 ss.; V. MELI, *Commento all'art. 2355 bis c.c.*, in *Società di capitali. Commentario a cura di G. Niccolini e A. Stagno D'Alcontres*, 2004, vol. I, Napoli, 2004, 336 ss.; D. VATTERMOLI, *Commento all'art. 2355 bis c.c.*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, t. 1, Torino, 2003, 174 ss.

<sup>48</sup> La conclusione, tuttavia, non è pacifica: per l'opposta tesi v. (con varietà di argomentazione) C.F. GIAMPAOLINO, *Clausola di co-vendita (drag-along) ed "equa" valorizzazione dell'azione*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2009, II, 524 (per il quale la correzione dell'eventuale effetto espropriativo conseguente ad un prezzo inferiore potrebbe ben essere rappresentata dal ricorso all'istituto di cui all'art. 1349 c.c.); N. DE LUCA, *Validità delle clausole di trascinamento ("drag along")*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2009, I, 180 ss. (per il quale il socio obbligato a subire la vendita ad un prezzo iniquo ha titolo soltanto al risarcimento del danno patito per effetto del comportamento sleale del titolare del diritto di trascinamento qualora il minor prezzo sia imputabile ad un comportamento colposo o doloso di questi); L. FABBRINI, *Validità delle clausole statutarie di drag along*, cit., 1034 ss.; E. MALIMPENSA, *L'obbligo di co-vendita statutario (drag-along): il socio obbligato ha davvero bisogno di tutela?*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, II, 377 ss. e G. GUERRIERI, *Questioni aperte in tema di prelazione statutaria*, cit., 848, n. 60

<sup>49</sup> Sul tema, oltre agli autori già richiamati, v. anche A. PEDERSOLI, *Sindacati di blocco: validità, tipi ed effetti*, in *Sindacato di voto e sindacati di blocco*, a cura di F. Bonelli e P.G. Jaeger, Milano, 1993, 238; E. FREGONARA, *Le clausole di mero gradimento nel nuovo sistema societario tra «apertura» e «chiusura»*, in *Contratto e impresa*, 2003, 1319 ss. e 1323-1324; C.F. GIAMPAOLINO, *Stabilizzazione della compagine e clausole di lock up sociali e parasociali*, in *Riv. soc.*, 2008, 148 ss.; P. DIVIZIA, *Clausole statutarie di co-vendita e trascinamento*, in *Notariato*, 2009, 157 ss.; F. D'ALESSANDRO, *Patti di co-vendita (tag along e drag along)*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, 394 ss. e, per taluni aspetti, P. SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008, 172 ss.

assicurato un prezzo non inferiore (per l'appunto) al valore determinato secondo i criteri di liquidazione in ipotesi di recesso e/o riscatto *ex art. 2437-ter*, cc. 2 e 4, c.c.<sup>50</sup> (o, secondo alcuni, ad un valore *equo* predeterminato in statuto<sup>51</sup>).

Ed è significativo rilevare che alla medesima linea di pensiero deve ricondursi anche la posizione di chi, soprattutto dopo la riforma del 2003, propone una lettura "correttiva" del criterio di liquidazione delle azioni del socio receduto previsto dell'art. 2343, c. 4, c.c. (per la particolare ipotesi di revisione in diminuzione della stima dei conferimenti non in denaro operata dagli amministratori per oltre un quinto del valore originario).

È noto, infatti, che in tal caso il diritto di abbandonare l'iniziativa comune pare avere, a giudizio di molti, natura, funzione e regolamentazione del tutto eterogenee rispetto alle

---

<sup>50</sup> Tra i molti cfr. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 88, in *Massime notarili in materia societaria*, Milano, 2007, 255; Trib. Milano, ord. 31 marzo 2008, in *Riv. dir. soc.*, 2010, II, 373 ss.; C. DI BITONTO, *Clausola statutaria di c.d. drag along: chi era costei?*, in *Società*, 2008, 1373; e P. DIVIZIA, *Clausole statutarie di co-vendita e trascinarsi*, cit., 157 ss., spec. 173. Sul punto, peraltro, v. anche la decisione del Lodo arbitrale, 29 luglio 2008, arbitro unico A. Mazzoni, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2009, II, 504, nella parte ove si ravvisa l'esistenza di una «norma imperativa implicita» (desumibile dal disposto dell'art. 2437, c. 6, c.c.) che vieta ogni «alienazione forzata della (...) partecipazione a un valore inferiore a quello che per legge sarebbe il valore minimo di liquidazione in caso di recesso». Sul punto v. anche G. D'ATTORRE, *Il principio di uguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2007, 275 ss.

<sup>51</sup> Come affermato da L. FABBRINI, *Validità delle clausole statutarie di drag along*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 1047. A ben vedere, tuttavia, l'esigenza di tutela patrimoniale del singolo obbligato si pone unicamente qualora si ritenga che la clausola possa essere introdotta nello statuto *durante societate* a semplice maggioranza, essendo assai meno evidente nell'ipotesi in cui (come pare invece corretto) si ravvisi la necessità del consenso unanime dei soci obbligati: sul punto cfr. E. MALIMPENSA, *L'obbligo di co-vendita statutario (drag-along): il socio obbligato ha davvero bisogno di tutela?*, cit., 377 e 387; ID., *I nuovi tipi di circolazione forzata delle partecipazioni sociali: spunti di riflessione*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011, 250-251; C.F. GIAMPAOLINO, *Clausola di co-vendita (drag-along) ed "equa" valorizzazione dell'azione*, cit., 523 ss. e (ma senza motivazione specifica) COMMISSIONE SOCIETARIA DEL COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DEL TRIVENETO, Massima n. 9/06, reperibile su <http://www.trivenetogiur.it>. In senso conforme Trib. Milano, decr. 24 marzo 2011, in *Notariato*, 2011, 4, 395 ss. (con commento di P. DIVIZIA, *Clausole di tag-along e drag-along e modalità di introduzione nello statuto*). Sul tema sia consentito il rinvio a G. DI CECCO, *Convertibilità e conversione dei titoli azionari*, Milano, 2012, 212 ss. ove ulteriori considerazioni e riferimenti.

fattispecie proprie di cui all'art. 2437 c.c., se non altro per la specifica previsione normativa secondo cui al socio che non intenda accettare la minore valutazione del proprio apporto spetta «il diritto alla restituzione del conferimento, qualora sia possibile in tutto o in parte in natura» e, solo in alternativa, una non meglio specificata somma di denaro.

Ed è parimenti noto che nella vigenza del sistema normativo del 1942 era vivacemente discusso se il socio conferente avesse diritto alla restituzione *sic et simpliciter* del bene (o credito) conferito o, in mancanza, ad ottenere l'equivalente in denaro della stima effettuata *ab origine* all'atto del conferimento<sup>52</sup> ovvero, all'esatto opposto, dovesse comunque sottostare ad un procedimento di liquidazione della quota per tener conto della partecipazione ai risultati della gestione *medio tempore* intercorsa<sup>53</sup>.

---

<sup>52</sup> Nel vigore del vecchio testo dell'art. 2343, c. 4, c.c., una parte della dottrina riteneva che il recesso del conferente avesse una finalità diversa da quella sottesa alla norma di cui all'art. 2437 c.c., dovendosi ravvisare nell'istituto un caso di scioglimento unilaterale del contratto di conferimento piuttosto che del contratto di società, con conseguente efficacia *ex tunc* del recesso e diritto alla restituzione del bene conferito in luogo della liquidazione della quota ottenuta in seguito al conferimento: sul punto, per tutti, cfr. T. ASCARELLI, *In tema di conferimenti in natura*, in *Problemi giuridici*, II, Milano, 1959, 486 ss.; P. FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1971, 360, n. 58; R. NOBILI - M.S. SPOLIDORO, *La riduzione di capitale*, in *Trattato delle società per azioni*, 6\*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, 2000, 449; F. FENGHI, *La riduzione del capitale. Premesse su una ricerca sulla funzione del capitale nella società per azioni*, Milano, 1974, 132 ss.; G. CABRAS, *Le opposizioni dei creditori nel diritto delle società*, Milano, 1978, 69; G. FIGÀ-TALAMANCA, *Bilanci e organizzazione dei poteri dispositivi sul patrimonio sociale*, Milano, 1997, 171. Sul problema, v. anche Trib. Firenze, 1 agosto 1990, in *Giur. comm.*, 1993, II, 309 ss., con nota di P. LUCARELLI, *Conferimento in natura e recesso*, secondo cui il socio receduto a seguito di revisione della stima del suo conferimento ha titolo ad ottenere «il sequestro giudiziario del bene conferito» avendo diritto allo scioglimento *ex tunc* del rapporto associativo e, dunque, alla restituzione in natura del bene apportato.

<sup>53</sup> Sempre anteriormente all'ultima riforma, affermavano la necessità di tener conto della partecipazione del socio conferente agli utili o alle perdite della gestione sociale successiva al conferimento, con conseguente efficacia *ex nunc* del recesso, F. FERRARA JR., *Sulle modalità dell'aumento di capitale con conferimenti in natura nelle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1963, I, 86 ss.; C. MONTAGNANI, *Profili attuali della riduzione del capitale sociale*, in *Riv. dir. civ.*, 1993, II, 11 ss.; A. PISANI MASSAMORMILE, *I conferimenti nelle s.p.a.*, in *Codice civile. Commentario* diretto da P. Schlesinger, Milano, 1994, 188 ss.; F. BUCCELLATO, *Profili del recesso da società per azioni a seguito di revisione della*

È significativo, invece, che dopo la riforma del 2003, la seconda impostazione – proprio ed anche alla luce del generale principio di attribuzione al recedente del valore *attuale* della sua quota in ogni ipotesi di *exit* – sembra incontrare un assai più ampio consenso<sup>54</sup>.

---

*stima di conferimenti in natura e di crediti*, in *Riv. dir. impr.*, 1995, 227 ss.; C. MONTAGNANI, *Recesso e riduzione del capitale sociale: ancora in tema di sopravvalutazione da conferimenti in natura*, in *Riv. dir. civ.*, 1995, 305 ss.; G. MEO, *Gli effetti dell'invalidità delle deliberazioni assembleari*, Milano, 1998, 171, n. 168. Sul punto, più in generale, v. A. PAVONE LA ROSA, *Sulla valutazione dei conferimenti in natura*, in *Riv. soc.*, 1962, 732 ss.; ID., *Aumento di capitale mediante conferimento in natura*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1964, I, 403, n. 11; G.B. PORTALE, *Problemi in tema di valutazione e di revisione della stima dei conferimenti in natura nelle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1974, II, 272 ss.; ID., *I bilanci straordinari*, in *Riv. soc.*, 1978, 330, n. 8.

<sup>54</sup> Sul punto, cfr. M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 1, vol.\*\*\*, Torino, 2004, 546 per il quale il valore di liquidazione della quota deve essere determinato tenendo conto degli utili e delle perdite incidenti sul valore originariamente attribuito al conferimento in natura e maturati sino alla data della revisione della stima; F. TASSINARI, *Commento all'art. 2343*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2005, 143, per il quale il diritto del socio alla restituzione del conferimento «deve essere contemperato con la natura giuridica riconoscibile all'istituto del recesso (...) da intendersi, quindi, quale modalità di scioglimento del rapporto sociale con efficacia *ex nunc*, inidoneo quindi ad esonerare il recedente dal rischio di impresa relativamente al periodo che va dall'assunzione della veste di socio fino al momento di comunicazione della propria volontà di recedere» con la conseguenza che «la restituzione del bene in natura non è di per sé idonea a definire la liquidazione spettante al socio recedente, dovendosi ammettere sia l'eventualità che la società sia tenuta ad un supplemento di liquidazione in denaro, sia l'eventualità che sia il socio recedente tenuto a corrispondere in favore della società un conguaglio in danaro»; F. MORRA, *Commento all'art. 2343*, in *Commentario al Codice Civile*, a cura di P. Cendon, Padova, 2005, 366, secondo cui «la liquidazione, dunque, va fatta in base al valore del conferimento al momento della restituzione che, ove effettuata in natura, potrà essere accompagnata da supplementi di liquidazione in favore del socio recedente o conguagli in favore della società»; G.A.M. TRIMARCHI, *Le riduzioni del capitale sociale*, Milano, 2010, 429, per il quale deve escludersi la natura «risolutoria» del diritto in parola sulla scorta dell'osservazione che nulla preclude *medio tempore* alla società «l'utilizzo o la disposizione del bene conferito ed oggetto della revisione» e G.F. CAMPOBASSO, *Manuale di Diritto Commerciale*, Milano, 2011, 190.

Per l'opposta conclusione, v. invece V. DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, 3, Torino, 2007, 226, n. 12, il quale sottolinea ancora l'estraneità del caso in parola rispetto al recesso regolato dall'art. 2437 c.c.; M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*,

Considerato, quindi, che chi recede pare tenuto a subire le perdite *medio tempore* realizzate (o, parimenti, a beneficiare degli eventuali risultati positivi della gestione) anche nel caso limite del conferimento in natura (ossia nell'ipotesi in cui più si dubita dell'effettiva partecipazione del receduto alle vicende societarie), la liceità di una clausola che pretenda di giungere all'opposto risultato (attribuendo il valore patrimoniale dell'originario conferimento<sup>55</sup> o prevedendo l'attribuzione del valore nominale delle azioni<sup>56</sup>) per un (ordinario) diritto di recesso convenzionale può essere fondamente messa in dubbio.

Non v'è dubbio, dunque, che l'attuale sistema normativo finisce per offrire più di qualche semplice giustificazione ai seri timori paventati dal Consiglio di Stato con riguardo all'esito di un potenziale giudizio vertente sulla legittimità della clausola statutaria di recesso convenzionale delle azioni privilegiate della Cassa Depositi e Prestiti S.p.A.

## 6.2. La convertibilità statutaria delle azioni

Tanto nelle osservazioni del Ministero, quanto nel testo del parere del Consiglio di Stato, il tema della convertibilità statutaria delle azioni secondo un prefissato criterio di determinazione del "rapporto di concambio" non è oggetto di particolare attenzione né in generale né con riguardo alle singole clausole del caso concreto.

Nel nostro ordinamento, la convertibilità azionaria è oggetto soltanto di una fugace menzione nella norma codicistica dedicata

---

cit., 316, ove l'osservazione che in tal caso «Al socio conferente è consentito il recesso, con la particolarità che avrà diritto alla restituzione di quanto conferito anziché alla liquidazione della partecipazione, se tale restituzione è possibile in tutto o in parte in natura» (senza nessuna valutazione correttiva); G.V. CALIFANO, *Il recesso nelle società di capitali*, 11 ss., per il quale la particolarità del caso va individuata nella circostanza che in tal caso lo *status socii* sarebbe "sospeso" sino al termine della valutazione degli amministratori.

<sup>55</sup> Indipendentemente, cioè, sia dalle perdite che dagli utili maturati nel periodo di permanenza nella compagine sociale.

<sup>56</sup> Escludendolo, in tal modo, soltanto dagli incrementi patrimoniali *medio tempore* realizzati (posto che, evidentemente, sarà soggetto al rischio che le proprie azioni siano intaccate da eventuali risultati negativi di gestione eccedenti le riserve e l'eventuale capitale apportato dai soci pretermessi nella partecipazione alle perdite).

alle azioni correlate (art. 2350, c. 2, c.c.<sup>57</sup>) e, forse per tale ragione, non ha stimolato l'attenzione da parte degli operatori del diritto tanto quanto la connessa (ma, invero, autonoma) operazione di conversione azionaria (facoltativa o forzata) adottata in assenza di preesistenti clausole statutarie di convertibilità.

Il fenomeno della conversione azionaria (non conseguente ad una specifica previsione dello statuto) ha avuto espresso riconoscimento normativo già nella originaria disciplina delle azioni di risparmio – che, all'art. 14 della legge n. 216/74, per l'appunto, consentiva<sup>58</sup> l'emissione di tali azioni anche «per conversione di azioni ordinarie o speciali in circolazione»<sup>59</sup> – e deve il suo successo applicativo soprattutto al frequente ricorso da parte delle società quotate all'atipica operazione inversa di conversione (facoltativa e forzata) di azioni di risparmio in azioni ordinarie<sup>60</sup>.

---

<sup>57</sup> La norma, in particolare prevede che lo statuto “può” indicare le «condizioni e modalità di conversione [di tali titoli] in azioni di altra categoria». Sul significato della disposizione, oltre alle opere monografiche di U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, Napoli, 2005 e P.F. MONDINI, *Le azioni correlate*, seconda edizione, Milano, 2009, sia consentito rinviare a G. DI CECCO, *Convertibilità e conversione dei titoli azionari*, cit., 249 ss. ove i necessari riferimenti alla dottrina che si è occupata del tema.

<sup>58</sup> Ma identica disposizione, invero, è ora riprodotta all'art. 145, c. 7, del d. lgs. n. 58/98.

<sup>59</sup> Sul punto specifico, per tutti, v. P. MARCHETTI, *Conversione automatica al momento della quotazione di altra categoria in azioni di risparmio: uno statuto*, in *Riv. soc.*, 1984, 1045 ss.; G.B. PORTALE, *Conversione automatica al momento della quotazione di azioni di altra categoria in azioni di risparmio*, in *Riv. soc.*, 1986, 569 ss. e C. COSTA, *Le assemblee speciali*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 3, t. 2, Torino, 1993, 536 ss. mentre, più in generale, cfr. M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, Milano, 1981, 130 ss.; R. NOBILI, *La disciplina delle azioni di risparmio*, in *Riv. soc.*, 1984, 1220 ss.; M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 2, t. 1, Torino, 1991, 74 ss.; M. SEPE, *Commento all'art. 145*, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, 770 ss. e P. GROSSO, *Categorie di azioni ed assemblee speciali*, Milano, 1999, 213 ss.

<sup>60</sup> I dati quantitativi del fenomeno sono evidenziati da M. BIGELLI, *Le azioni di risparmio. Un'analisi economica e gli effetti sulla governance dell'impresa*, Bologna, 2003, 258, il quale evidenzia che le operazioni di conversione delle azioni di risparmio hanno ridotto la capitalizzazione di borsa di tali titoli al 3,6% del totale alla fine del 2001 a fronte del complessivo 15% del 1990. Il trend, peraltro, non ha mutato direzione negli anni successivi, visto che nel solo periodo compreso tra il 2003 ed il 2008 le società quotate italiane hanno deliberato

Nel panorama internazionale (e soprattutto nei sistemi di matrice anglosassone) è, invece, l'istituto della convertibilità statutaria delle azioni ad aver attirato la maggiore attenzione degli operatori. E basti rilevare che, negli Stati Uniti, dopo un'importante precedente risalente addirittura ai primi anni del XIX secolo<sup>61</sup>, la diffusione delle azioni privilegiate convertibili ha assunto proporzioni enormi già a partire dagli anni Sessanta del secolo scorso<sup>62</sup>.

---

ventiquattro operazioni di conversione azionaria (come segnalato da P. SFAMENI, *Commento all'art. 2350 c.c.*, in *Azioni. Commentario alla riforma delle società* diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, cit., 353, n. 475). Uno stimolo ulteriore al ricorso a tale operazione è rinvenibile nella circostanza che le "Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche" di cui alla Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006 (come modificata, dapprima dall'aggiornamento del 18 novembre 2011 e, poi, dall'aggiornamento del 31 gennaio 2012) escludono dal computo del capitale sociale di vigilanza le azioni con particolari privilegi patrimoniali (circostanza posta a fondamento della conversione alla pari delle azioni di risparmio in azioni ordinarie adottata dall'assemblea straordinaria di Monte dei Paschi di Siena S.p.A. in data 1° febbraio 2012). Tra le più recenti operazioni merita certamente menzione quella di Fiat Industrial S.p.A. avente ad oggetto la conversione forzata in ordinarie sia delle azioni di risparmio che delle azioni privilegiate (con un rapporto di conversione inferiore all'unità e con il riconoscimento del diritto di recesso ai soci dissenzienti) al fine di ridurre la complessità della struttura del capitale e di semplificare la *governance* della società (su cui cfr. l'articolo "*Fiat Industrial: proposta conversione delle azioni privilegiate e di risparmio in ordinarie*" pubblicato sul quotidiano *La Stampa on line* del 28 ottobre 2011, la successiva interrogazione parlamentare n. 4-06277 al Ministro dell'Economia e delle Finanze del 17 novembre 2011 ed il documento informativo del 22 febbraio 2012 pubblicato sul sito internet della società all'indirizzo [www.fiatspa.com](http://www.fiatspa.com)).

<sup>61</sup> Come ricordato da R.M. SOLDOSKY, *Convertible Preferred Stock: renewed life in an old form*, in *Business Law*, 1969, 1385 ss., l'istituto trova la sua più remota e nota espressione nell'autorizzazione all'emissione di azioni privilegiate concessa nel 1836 dallo Stato del Maryland ad alcune grandi imprese attive nel settore dei trasporti ferroviari e fluviali in difficoltà finanziaria, allorché la totalità delle cinque emissioni autorizzate ha avuto ad oggetto titoli azionari che, oltre ad essere privilegiati nei relativi diritti patrimoniali, erano anche *automaticamente convertibili* in azioni ordinarie «*as soon as the corporation could pay the 6 per cent preference rate to all stockholders*».

<sup>62</sup> Nel periodo compreso tra il 1960 e il 1967 il valore complessivo delle azioni privilegiate convertibili in azioni ordinarie ad opzione della società o automaticamente emesse dalle società quotate al *New York Stock Exchange* era passata dal 10% a più del 77% del totale delle emissioni. E l'incremento è ancora più significativo in termini assoluti se si considera che, nel medesimo settennio, il mercato delle azioni "non ordinarie" ha duplicato il proprio valore di capitalizzazione in borsa. Per una sintetica ed efficace analisi di tale fenomeno v. R.M. SOLDOSKY, *Convertible Preferred Stock: renewed life in an old form*,

In un recente lavoro dedicato al tema<sup>63</sup>, si è avuto modo di osservare che l'emissione di azioni "speciali" convertibili non ad opzione del possessore – ossia incorporanti quella particolare situazione di *patti* a suo carico che, con una fortunata espressione<sup>64</sup>, sarà più tardi definita il "germe della loro morte" – è tanto più frequente quanto maggiore è il ricorso a titoli azionari dotati di diritti "non ordinari"<sup>65</sup>.

Non può stupire, dunque, la circostanza che, attualmente, le azioni privilegiate di più comune utilizzazione nel mercato azionario statunitense sono proprio le *Convertible Adjustable Preferred Stock* (ossia azioni privilegiate convertibili in azioni ordinarie a data fissa ovvero ad opzione tanto della società quanto del possessore) e le *Convertible Exchangeable Preferred Stock* (ossia azioni privilegiate convertibili in azioni ordinarie ad opzione del socio e, nel contempo, convertibili in titoli di debito

---

cit., 1385 ss., il quale ricorda altresì che se le azioni privilegiate, nel loro valore complessivo, erano passate dai quasi otto miliardi di dollari del 1960 ai quasi quindici miliardi di dollari del 1967, la capitalizzazione complessiva delle azioni privilegiate *convertibili* nel medesimo intervallo temporale era passata dagli appena settecento milioni di dollari del 1960 alla astronomica cifra di oltre undici miliardi di dollari del 1967.

<sup>63</sup> G. DI CECCO, *Convertibilità e conversione dei titoli azionari*, cit., 2 ss.

<sup>64</sup> Di A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, 240, per il quale l'acquirente di azioni redimibili «deve tener conto fin dall'inizio di questa "causa di morte" del suo diritto, che gli è del resto ben nota ed è stata da lui preventivamente accettata all'atto della sua sottoscrizione». Ma v. anche ID., *La nozione di categoria e le categorie di azioni ai sensi degli artt. 2348 e 2376 cod. civ.*, in *Riv. dir. comm.*, 1953, I, 456.

<sup>65</sup> Non a caso, infatti, dopo la celebre emissione di *tracking stocks* del 1984 da parte di General Motors (su cui, per tutti, v. U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., 6 ss.; P.F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., 5, e L.G. BIANCHI DI GIULIO - F. BRUNO, *Dalle tracking shares alle azioni correlate: brevi riflessioni sull'esperienza domestica italiana*, in *Società*, 2009, 137 ss.), la prassi finanziaria, tanto americana quanto internazionale, in tema di azioni correlate evidenzia il generalizzato utilizzo di clausole statutarie che «permettono, al consiglio di amministrazione, di scegliere tra la conversione in altra categoria di azioni e il riscatto» (così U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., 75, ma nello stesso senso v. anche P.F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., 29-30, e, più in generale, P.U. ALI - G. STAPLEDON, *Virtual flotations. Tracking shares and corporate governance*, in *Company and Securities Law Journal*, 2000, 429 ss. e G. JACOBS - K. MACOURS, *Tracking Stock: A European Perspective*, in *Journal of International Banking and Financial Law*, 2001, 8, 372 ss.).



ad opzione della società o, alternativamente, riscattabili a prezzo predeterminato sempre per volontà della società emittente)<sup>66</sup>.

È agevole, peraltro, rilevare che la principale ragione del successo delle azioni convertibili – e, con esse, della relativa idea di fondo della “mutabilità genetica” dei titoli dotati di diritti diversi – è individuabile nella loro peculiare capacità di assicurare alla società emittente la possibilità di liberarsi dall’obbligo di erogare i “privilegi” patrimoniali concessi all’atto dell’emissione di azioni speciali ogni qual volta: (i) l’obiettivo sotteso all’emissione speciale sia raggiunto<sup>67</sup>; (ii) si presenti l’opportunità di reperire capitale di rischio a condizioni meno gravose; (iii) si ravvisi l’esigenza, per le più svariate ragioni, di far cessare lo *status* differenziale inizialmente garantito a taluni soci<sup>68</sup>.

In altre parole, così come l’emissione di titoli non ordinari può essere uno strumento utile a soddisfare le più disparate esigenze di efficiente capitalizzazione della società, allo stesso modo la previsione statutaria di specifiche ipotesi di futura (automatica o condizionata) modificabilità o eliminabilità dei diritti particolari incorporati nelle azioni speciali rende più

---

<sup>66</sup> Tuttavia, la paradigmatica familiarità del mercato finanziario americano con titoli di tal genere è dimostrata dal fatto che addirittura le stesse azioni emesse dalle banche statunitensi per fronteggiare la crisi del 2008 in attuazione del programma di intervento federale denominato “*Troubled Asset Relief Program*” (predisposto con l’*Emergency Economic Stabilization Act*) sono caratterizzate – oltre che dal generale diritto riservato al Tesoro di ottenere il riscatto dopo tre anni dall’investimento – proprio ed anche, nel caso della AIG, dal diritto di conversione in azioni ordinarie riconosciuto a favore del Tesoro (“*Convertible Participative Serial Preferred Stock*”). Su tali aspetti cfr. A. MORINI, *Gli strumenti contrattuali, finanziari e societari utilizzati per l’attuazione del TARP da parte dell’amministrazione statunitense*, dattiloscritto presentato al Convegno di Roma del 29 e 30 gennaio 2010 su “*Il diritto commerciale europeo di fronte alla crisi*” organizzato da *Orizzonti del Diritto Commerciale* (reperibile su [www.orizzontideldirittocommerciale.net](http://www.orizzontideldirittocommerciale.net)).

<sup>67</sup> Come è avvenuto, ad esempio, nel mercato statunitense delle *tracking stocks* che, dopo un iniziale successo, sono state oggetto negli ultimi anni di numerose operazioni di *delisting* effettuate mediante riscatto o conversione in titoli ordinari: sul punto, per tutti, cfr. P.F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., 47-48, ove i necessari riferimenti anche alla dottrina straniera sul punto.

<sup>68</sup> Anche, ad esempio, soltanto per risolvere in radice i complessi problemi di formazione della volontà sociale che sono inevitabili al crescere della «molteplicità e eterogeneità delle categorie di azioni»: F. D’ALESSANDRO, *La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata. Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, cit., 42.

agevole l'adattamento, nel tempo, della struttura azionaria della società al naturale mutare del contesto economico dell'emittente o del mercato<sup>69</sup>.

Peraltro, se la convertibilità (per così dire) "estintiva" è un utile sistema per predeterminare le condizioni ed i termini di *cessazione* futura di uno *status* differenziale<sup>70</sup>, allo stesso modo la convertibilità (per così dire) "additiva" (automatica al verificarsi di predeterminate condizioni o allo scadere di predefiniti termini ovvero ad opzione della società o dello stesso possessore) rappresenta, per le medesime ragioni, un efficiente meccanismo di predeterminazione delle condizioni e dei termini di *creazione* di uno *status* differenziale dell'azionista in un momento successivo rispetto a quello dell'emissione delle relative azioni (convertibili)<sup>71</sup>.

---

<sup>69</sup> E basti dire, a titolo di mero esempio, che la prassi nordamericana evidenzia il frequente ricorso, proprio nelle operazioni di *Management buy-out*, all'emissione di *Progressively Convertible Redeemable Shares* (G. STEDMAN – J. JONES, *Shareholders' Agreements*, Londra, 1990, 16), ossia di azioni, al tempo stesso, *riscattabili ad opzione della società* a condizione che si raggiungano predefiniti obiettivi reddituali ed anche *convertibili in azioni ordinarie ad opzione del detentore* (ossia dell'apportatore dei capitali necessari all'operazione) allo scadere di un prefissato limite temporale, si da prevedere l'automatica "espansione" dei diritti amministrativi di tali titoli in ogni ipotesi di mancato rientro dell'investimento nel concordato lasso di tempo durante il quale il controllo della società è lasciato ai soci-imprenditori: sul punto cfr. U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni* (*Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario*), cit., 1086, n. 9, ove ampi riferimenti alla dottrina americana sul punto, cui adde R.A. ROMANCHEK – M.E. RICAURTE, *Executive compensation: tracking stock and venture capital plans*, in *Journal of Compensation and Benefits*, 5–6, 2001, *passim*.

<sup>70</sup> Invero, anche la previsione statutaria del riscatto azionario – sia esso conseguenza di una facoltà riservata alla società o di un diritto attribuito allo stesso possessore – risponde alla finalità di far cessare il particolare *status socii* assicurato al possessore delle azioni così caratterizzate, ma, mentre la riscattabilità azionaria impone in ogni caso il pagamento del controvalore dell'azione riscattata a favore del possessore, la conversione delle azioni statutariamente convertibili non impone (o, perlomeno, non impone *necessariamente*) il pagamento di alcunché al socio che subisce o richiede la cessazione del suo *status* differenziale (cfr. P. SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, cit., 254-255). Il che, evidentemente, rappresenta una peculiarità di non poco conto delle azioni convertibili rispetto ai titoli riscattabili e redimibili (che, peraltro, ben spiega le ragioni del maggiore successo delle prime rispetto alle seconde).

<sup>71</sup> E si pensi al caso, ad esempio, in cui l'esigenza della società è quella di stimolare la fidelizzazione del *management* alle sorti dell'impresa con una partecipazione al capitale della società amministrata attraverso l'emissione di

Sicché non ci vuol molto a prevedere che, dopo l'ampia apertura operata nel 2003 a favore della "privatizzazione" delle forme di raccolta del capitale di rischio da parte delle società azionarie, anche in Italia il ricorso alla convertibilità statutaria delle azioni pare naturalmente destinato ad assumere un ruolo sempre più significativo<sup>72</sup>.

Volendo offrire una possibile qualificazione giuridica dell'istituto, la convertibilità dei titoli azionari può essere definita come una caratterizzazione statutaria di talune (o anche di tutte le) azioni in circolazione avente ad oggetto le condizioni e le modalità di futura (eventuale o certa) alterazione dei diritti ivi incorporati in conseguenza, alternativamente, del verificarsi di una predefinita condizione o della scadenza di un prefissato termine (convertibilità c.d. "automatica") ovvero dell'esercizio di un diritto di conversione attribuito al possessore dell'azione (convertibilità c.d. "ad opzione del socio") o alla stessa società (convertibilità c.d. "ad opzione della società").

Il che, detto in altri termini, implica che la convertibilità azionaria si traduce in una previsione statutaria regolante modalità e termini di *creazione, modificazione o estinzione* di una categoria speciale (o di un tipo particolare) di *azioni (normalmente senza aumenti né riduzioni del capitale sociale ma) attraverso la semplice alterazione del contenuto delle situazioni soggettive (attive e passive) incorporate in quei titoli azionari già in circolazione così caratterizzati*<sup>73</sup>.

---

azioni automaticamente convertibili in titoli con caratteristiche diverse al verificarsi di determinate condizioni (quali azioni privilegiate negli utili al raggiungimento degli obiettivi prefissati o, al contrario, con onere di partecipazione prioritaria alle perdite in ipotesi di mancato conseguimento dei risultati sperati): per tutti cfr. L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, cit., *passim*, ove ampi riferimenti alla dottrina, anche straniera, sul punto.

<sup>72</sup> Come, del resto, è dimostrato anche dal non raro ricorso all'istituto da parte delle società aventi titoli negoziati sul mercato regolamentato gestito dalla Borsa Italiana S.p.A. nei cui statuti è frequente rinvenire clausole variamente legittimanti le più svariate operazioni di conversione azionaria (anche se, naturalmente, le pattuizioni più ricorrenti hanno ad oggetto le azioni di risparmio). Sul punto cfr. G. DI CECCO, *Convertibilità e conversione dei titoli azionari*, cit., 30 ss.

<sup>73</sup> Di contro, la conversione azionaria adottata in assenza di clausole statutarie preesistenti che regolino modalità e conseguenze dell'operazione può essere definita come *una deliberazione dell'assemblea straordinaria con la quale, senza aumenti né riduzioni del capitale sociale ed attraverso la semplice alterazione del contenuto delle situazioni soggettive (attive e passive) incorporate nei*

La definizione proposta merita qualche precisazione in ordine all'affermata *invarianza del capitale sociale* quale elemento della fattispecie. È ben noto, infatti, che qualsivoglia modificazione dei diritti incorporati nei titoli azionari ne comporta una conseguente variazione del relativo valore reale. Ed è altrettanto noto che nella prassi – proprio per compensare la diversità tra i *valori effettivi* delle azioni concambiate – si fa spesso ricorso tanto alla fissazione di un concambio azionario *non alla pari*, quanto (in alternativa o in aggiunta) all'attribuzione o alla richiesta al possessore delle azioni da convertire di una somma di denaro a titolo, rispettivamente, di “premio” o “conguaglio” di conversione<sup>74</sup>.

Orbene, benché in ogni ipotesi di rapporto di concambio diverso dall'unità (con o senza premi o conguagli in denaro) si ricorra spesso a deliberare *anche* una contestuale variazione del capitale sociale, a ben vedere una tale alterazione è, ancorché frequente, comunque non necessaria non soltanto (come è ovvio) in caso di mancata indicazione dell'importo nominale delle azioni<sup>75</sup>, ma anche in ogni ipotesi in cui la società, pur non ricorrendo a tale facoltà, deliberi un'opportuna modifica del valore nominale delle azioni (tale da compensare il maggiore o minore numero di azioni in circolazione a seguito della conversione) ovvero decida di ricorrere all'utilizzo di azioni proprie (in assegnazione a sé stessa o ai possessori di azioni convertite) in modo tale da non incidere, comunque, sulla somma complessiva del capitale sociale<sup>76</sup>.

---

*titoli azionari già in circolazione, si dispone la creazione, la modificazione o l'estinzione di una categoria speciale o di un tipo particolare di azioni.*

<sup>74</sup> Per Trib. Milano, 9 marzo 2000, in *Giur. it.*, 2000, 1879 ss., nulla vieta la conversione facoltativa di azioni privilegiate *in un minor numero di azioni ordinarie* (*id est* una conversione *non alla pari*) con conseguente rinuncia degli azionisti privilegiati a parte delle proprie azioni privilegiate (da annullarsi con pari riduzione volontaria del capitale sociale).

<sup>75</sup> Nello stesso senso, con riguardo alla conversione delle azioni correlate, v. U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., 78.

<sup>76</sup> Per una esemplificazione di tali modalità operative si veda la conversione decisa da “La Rinascente S.p.A.” con la deliberazione dell'8 febbraio 2000 avente ad oggetto la «proposta di attribuzione agli azionisti portatori di azioni privilegiate della facoltà di convertire le stesse in azioni ordinarie da esercitarsi mediante consegna di dieci azioni privilegiate contro restituzione di sette azioni ordinarie, con rinuncia a favore della società delle tre azioni privilegiate non restituite» e la «conseguente riduzione del capitale sociale» per annullamento di massime numero 11.160.000 azioni privilegiate» (su cui cfr. da L. ARDIZZONE,

Allo stesso modo, benché sia (come detto) frequente la fissazione di “premi” o “conguagli” di conversione, non v'è dubbio che tale decisione è null'altro che una delle possibili (e non essenziali) modalità esecutive dell'operazione di conversione azionaria<sup>77</sup>.

Quale che sia la soluzione che si preferisce in ordine al problema definitorio così sinteticamente descritto, non v'è dubbio, invece, che mentre le azioni automaticamente convertibili sono titoli incorporanti uno *status socii* variamente alterabile per effetto del verificarsi di un evento futuro ed incerto ovvero della scadenza di un prefissato termine, le azioni convertibili ad opzione del socio o della società sono titoli incorporanti, rispettivamente, uno speciale *diritto (di conversione)* del possessore o un particolare *patti* del possessore ad un potere altrui avente identico oggetto.

Sicché, come sottolineato già da tempo<sup>78</sup>, la previsione statutaria di specifici casi di convertibilità azionaria si traduce (spesso, ancorché non sempre) nella predeterminazione di particolari ipotesi di (diretto o indiretto) pregiudizio autorizzato dei diritti dei possessori delle azioni convertibili o delle altre azioni.

---

*La riduzione del capitale mediante annullamento di azioni proprie: spunti e riflessioni da alcuni casi pratici*, in *Riv. soc.*, 2001, 64 ss.), nonché la conversione delle azioni di risparmio in azioni ordinarie deliberata dalla “Recordati S.p.A.” il 25 ottobre 2000, mediante un «aumento gratuito del capitale sociale con efficacia contestuale alla conversione delle azioni, in modo da compensare la riduzione del capitale sociale dovuta all'annullamento delle azioni di risparmio concambiate» (così M. BIGELLI, *Le azioni di risparmio. Un'analisi economica e gli effetti sulla governance dell'impresa*, cit., 234).

<sup>77</sup> E ciò nonostante il fatto che non di rado la richiesta di un conguaglio di conversione finisca per rappresentare, invero, la ragione principale (se non unica) della modificazione delle caratteristiche dei titoli azionari in circolazione, come è accaduto, ad esempio, nel caso della conversione facoltativa delle azioni di risparmio in azioni ordinarie, alla pari e con conguaglio a carico del socio, deliberata dalla “Tim S.p.A.” il 27 luglio 2002 con la quale la società ha raccolto la totalità dei quasi cinque miliardi di euro «necessari per il finanziamento del progetto Umts», come ricordato da M. BIGELLI, *Le azioni di risparmio. Un'analisi economica e gli effetti sulla governance dell'impresa*, cit., 225.

<sup>78</sup> Da A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, cit., 240, per il quale la relativa previsione statutaria – se inserita nel contratto sociale *ab origine* o, tutt'al più, all'atto dell'emissione delle azioni potenzialmente pregiudicate dalla relativa operazione – ha l'effetto di escludere la necessità di rispettare la particolare procedura di cui all'art. 2376 c.c. al verificarsi delle ipotesi espressamente regolate.

In ogni caso, la convertibilità delle azioni – oltre a poter rappresentare un diritto speciale attribuito statutariamente al possessore delle azioni convertende (in tutti i casi di convertibilità ad opzione del socio) – può integrare anche una situazione di *pati* alla quale il socio è costretto a sottostare nei termini previsti dalla relativa clausola statutaria di convertibilità (automatica o ad opzione della società) delle sue azioni. Dal che discende che l'istituto si intreccia inevitabilmente con il tema, più generale e più delicato, delle regole legali che governano l'emissione di titoli azionari "gravati" da situazioni differenziali *passive* e di quelle che ne consentono le successive alterazioni *in peius* e *in melius*.

Il che, evidentemente, costringe chi intenda indagare il problema ad affrontare – oltre che la questione dell'ampiezza della nozione di categoria azionaria e, dunque, del campo di applicazione della relativa disciplina speciale di cui all'art. 2376 c.c. – il generale nodo dei limiti legali alla libera previsione statutaria di obblighi a carico del socio ed il connesso problema delle modalità di variazione successiva delle relative clausole<sup>79</sup>.

Le particolarità della conversione automatica delle azioni della Cassa Depositi e Prestiti S.p.A.<sup>80</sup> impongono, tuttavia, qualche ulteriore considerazione sui limiti legali che si frappongono all'autonomia privata nella determinazione di criteri di concambio convenzionali con premi e conguagli in denaro.

Al riguardo, in dottrina si è osservato che la conversione delle azioni che non sia frutto di un diritto riservato al possessore dovrebbe «rispettare i *valori effettivi* delle azioni oggetto del rapporto di conversione» trovando anche in tal caso applicazione «in via analogica il principio *dell'equa valorizzazione* contenuto all'art. 2437-ter c.c. ai fini del calcolo della quota di rimborso del

---

<sup>79</sup> Compito che si è tentato di svolgere nel ricordato lavoro dedicato all'argomento (G. DI CECCO, *Convertibilità e conversione dei titoli azionari*, cit., *passim*), al quale, quindi, non può che rinviarsi.

<sup>80</sup> E si ricorderà che la novella ha disposto la previsione di due distinti "conguagli di conversione" in denaro a carico di ciascun possessore delle azioni convertende che decida di non recedere (l'uno facoltativo da versarsi per beneficiare di un rapporto di conversione alla pari con conguaglio in denaro e l'altro obbligatorio da versarsi in ogni caso a titolo di "compensazione" per i maggiori dividendi *medio tempore* percepiti).

socio recedente (e della determinazione del prezzo di riscatto *ex art. 2437-sexies c.c.*)»<sup>81</sup>.

L'osservazione, all'evidenza, riecheggia nuovamente la questione del diritto del socio di ottenere il valore reale delle proprie azioni in ipotesi di recesso. Tuttavia, contrariamente a quanto si può immaginare in prima battuta, i due problemi non possono essere sovrapposti.

È vero, infatti, che l'introduzione (o la modifica) di una clausola statutaria avente ad oggetto la convertibilità delle azioni in circolazione è decisione che – al pari della variazione immediata dei diritti incorporati nei medesimi titoli – inevitabilmente incide sul loro valore reale visto che azioni con diritti diversi non possono che avere un diverso valore *reale*. Tuttavia, ciò non significa affatto che l'autonomia statutaria nella determinazione (o nella modifica successiva) del concambio azionario debba tener conto di tale diversità.

A ben vedere, infatti, poiché una siffatta variazione statutaria comporta una «modificazione dei diritti (...) di partecipazione» del socio [*ex art. 2437, c. 1, lett. g), c.c.*], la tutela avverso il potenziale pregiudizio patrimoniale subito dal dissenziente è adeguatamente assicurata già dal diritto di recesso garantito dalla legge; il che esclude la necessità di vincolare la discrezionalità della maggioranza assembleare in ordine al valore dei titoli concambiati.

Una siffatta conclusione, tuttavia, non significa anche che l'autonomia privata sia del tutto libera, posto che neppure l'eventuale riconoscimento del diritto di recesso può legittimare modifiche statutarie che, senza il consenso del singolo socio inciso, impongano conguagli di conversione in denaro per la (nota e) generale incompatibilità con il codice organizzativo del

---

<sup>81</sup> Così P. SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, cit., 255, la cui opinione, invero, è espressa con riguardo alla deliberazione assembleare di conversione forzata delle azioni in circolazione adottata in assenza di clausole statutarie regolanti l'operazione. Tuttavia, identiche considerazioni valgono per ogni ipotesi in cui «la conversione sia configurata statutariamente come rimedio obbligatorio» e, dunque, anche per l'introduzione nello statuto di una clausola di convertibilità automatica o ad opzione della società. D'altronde, imporre al possessore di azioni in circolazione un'immediata conversione dei suoi titoli senza il suo consenso non è diverso dall'introdurre in statuto un suo *patti* di identico contenuto ad una futura decisione altrui ovvero la previsione di una medesima automatica modifica dei diritti incorporati nelle sue azioni allo spirare di un certo termine o al verificarsi di un determinato evento futuro.

tipo “società per azioni” dell’imposizione di obblighi di apporto (a titolo di capitale vuoi di rischio<sup>82</sup> vuoi di credito<sup>85</sup>) ulteriori rispetto al conferimento volontariamente assunto da ciascun socio.

Quanto appena evidenziato consente due considerazioni conclusive.

La prima è che l’introduzione (con norma di legge) di un obbligo di conguaglio in denaro a carico dei soci che subiscono l’automatica convertibilità delle azioni privilegiate della Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. non accompagnata dalla modifica del criterio di liquidazione delle azioni del recedente è scelta che, per quanto dettata da ragioni di equità sostanziale, si pone in netto contrasto con quanto il diritto comune consente all’autonomia privata nelle società per azioni rette dal solo codice civile.

La seconda è che l’idea di ricorrere alle forme ed ai codici organizzativi propri delle iniziative economiche private per attività che (quand’anche economiche) hanno rilevanti interessi pubblicistici (e altrettanto significative influenze, o invadenze, del diritto pubblico) è opzione che incontra spesso limiti

---

<sup>82</sup> Sul punto, *ex multis*, v. V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell’azionista*, Napoli, 1960, 188; G. COTTINO, *Diritto Commerciale*, I, 2, Padova, 1994, 124; V. SALAFIA, *Sottoscrizione delle quote e contribuzioni aggiuntive: una pratica diffusa*, in *Società*, 1995, 745 e, tra la giurisprudenza più recente, Cass., 19 ottobre 2007, n. 22016, in *Giust. civ.*, 2008, 663 ss.; Trib. Udine, 5 agosto 1996, in *Giur. on. Trib. di Udine in materia societaria*, 2000, 91 ss.; Trib. Roma, 11 febbraio 1995, in *Società*, 1995, 964 ss. e Trib. Cagliari, 3 aprile 1985, in *Riv. giur. sarda*, 1986, I, 480 ss.

<sup>85</sup> Sulla necessità del consenso unanime v., da ultimo, in giurisprudenza Trib. Treviso, 17 giugno 2005, in *Riv. not.*, 2007, 451 ss.; Trib. Trani, 23 ottobre 2003, in *Società*, 2004, 477 ss.; Trib. Bologna, 11 aprile 1995, in *Società*, 1995, 1229 ss.; Trib. Bologna, 4 aprile 1995, in *Società*, 1995, 1229 ss. e in dottrina, tra i moltissimi, cfr. G. MICELI - G.A. TRIMARCHI, *I limiti all’autonomia statutaria nella s.r.l. in tema di esclusione per giusta causa e di obblighi dei soci tra silenzio ed ermetismo legislativo (nota a Tribunale di Treviso, 17 giugno 2005)*, in *Riv. not.*, 2007, 452 ss. ove ulteriori riferimenti; G. TANTINI, *I versamenti dei soci alla società*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 1, t. 3, Torino, 2004, 773 ss.; G.B. PORTALE, *Appunti in tema di «versamenti in conto futuri aumenti di capitale» eseguiti da un solo socio*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1995, I, 93 ss.; ID., *Principio consensualistico e conferimento di beni in proprietà*, in *Riv. soc.*, 1970, 913 ss.



oggettivi tali da legittimare più di qualche dubbio sull'utilità del mezzo allo scopo<sup>84</sup>.

---

<sup>84</sup> Identiche considerazioni, del resto, valgono anche per il disposto dell'art. 1, c. 381, della legge 23 dicembre 2005, n. 266 che – nell'introdurre la singolare possibilità che gli «statuti delle società nelle quali lo Stato detenga una partecipazione rilevante» (*recte* all'assemblea straordinaria delle stesse società) creino, «anche a seguito di conversione di parte delle azioni esistenti», categorie di azioni, caratterizzate dall'attribuzione del particolarissimo diritto di «richiedere l'emissione, a [loro] favore (...), di nuove azioni, anche al valore nominale (...) nella misura determinata dallo statuto» (oltre che di «un diritto limitato di partecipazione agli utili o alla suddivisione dell'attivo residuo in sede di liquidazione») – si premura di negare, in deroga alle regole civilistiche, il diritto di recesso a favore degli eventuali soci dissenzienti (c. 382), nonostante l'evidente alterazione dei «diritti di voto o di partecipazione» [cfr. art. 2437, c. 1, lett. g), c.c.]. Sul tema, v. le serrate critiche di F. SANTONASTASO, *Dalla "golden share" alla "poison pill": evoluzione o involuzione del sistema? Da una prima lettura del 381°-384° comma dell'art. 1 l. 23 dicembre 2005, n. 266*, in *Giur. comm.*, 2006, 383 ss. e di G. ROSSI, *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, in *Riv. soc.*, 2006, 19, per il quale la disposizione «prevede una sorta di "golden share" che consentirebbe aumenti di capitale riservati, a prezzi non in linea con il valore delle azioni: operazioni, dunque, che avrebbero un sostanziale effetto espropriativo, implicando un trasferimento di ricchezza netto dagli investitori ai beneficiari dell'aumento riservato».