

Opa e diritto di recesso

Tetti azionari a presidio statutario dell'OPA e diritto di recesso

di Marco Lamandini

L'Autore si interroga se l'introduzione in statuto di una clausola che fissi un tetto massimo ai diritti di voto esercitabili in assemblea da un socio in funzione di presidio degli obblighi di offerta pubblica di acquisto obbligatoria legittimi o meno al recesso ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. g), c.c.

Il quesito

Mi chiedo se, nel caso in cui una società per azioni (diversa da una PMI) le cui azioni sono ammesse alla quotazione su un mercato regolamentato introduca con modifica statutaria un tetto massimo ai diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria al 25% degli stessi, *salvo che il socio titolare di una partecipazione eccedente rispetto a tale soglia del 25% non abbia acquisito detta partecipazione previo esperimento di un'offerta pubblica di acquisto totalitaria*, ai soci attuali della Società che non abbiano concorso all'adozione di tale modifica statutaria spetti o meno il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. g), c.c. Mi interrogo su questo quesito sul presupposto che, al momento dell'adozione della delibera modificativa dello statuto, nessun socio versi già nella condizione prevista dalla clausola in questione. A questo quesito a me pare che si debba dare risposta negativa che, in caso di introduzione di tale clausola statutaria a maggioranza, si debba escludere che ricorra un'ipotesi di recesso ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. g), c.c., a favore dei soci assenti o dissenzienti per le ragioni che, sinteticamente, indico qui di seguito; auspico tuttavia che su questa conclusione e sugli argomenti che la sorreggono possa avviarsi un utile confronto in sede scientifica e che la giurisprudenza - anche in considerazione della novità della materia - abbia presto modo (e occasione) di assumere un univoco orientamento in proposito.

La funzione della clausola statutaria in esame

La clausola statutaria ora descritta è all'evidenza diretta ad assolvere non tanto ad una funzione di deroga permanente al principio ponderale nell'allocatione tra i soci dei diritti di voto *quanto piuttosto ad una funzione di presidio degli obblighi di offerta pubblica di acquisto previsti dal testo unico della finanza*. Essa infatti si collega alla c.d. soglia OPA (e in particolare a quella prevista per le società diverse dalle PMI: ma *mutatis mutandis* le considerazioni che seguono possono adattarsi alla diversa soglia prevista per le PMI) prevista dall'art. 106, comma 1 bis, TUF. La clausola statutaria dà contenuto organizzativo, sul piano sociale, alla sanzione prevista dall'art. 110 TUF per il caso di inadempimento degli obblighi di OPA. Essa, in altri termini, disciplina essenzialmente il problema dell'inadempimento degli obblighi di offerta pubblica di acquisto (e dunque un tema proprio dell'ordinamento dei mercati dei capitali), anche se, facendolo, si avvale delle prerogative che il diritto societario consente in tema di limitazione del diritto di voto all'art. 2351, comma 3, c.c. come modificato dall'art. 20, comma 8 bis, L. 11 agosto 2014, n. 116. Non ricorre, peraltro, una sovrapposizione assoluta tra regime legale e regime statutario dell'inadempimento dell'obbligo di OPA. *In altri termini, la clausola statutaria non è meramente riproduttiva del regime legale ma lo integra al fine di assicurare allo stesso maggiore effettività*. Pertanto essa assolve ad una funzione utile e - per tale ragione - pienamente meritevole

di tutela, giacché, a tacer d'altro: (i) la clausola statutaria risolve la questione, incerta in base al regime legale dell'art. 110 TUF, del *dies a quo* della sospensione dei diritti di voto (che un orientamento posticipa all'inutile decorso del termine fissato dalla legge per la proposizione dell'OPA successiva), disponendone qui, viceversa, una sospensione immediata, rimettendone l'accertamento ai competenti organi sociali; (ii) la clausola statutaria impedisce che la situazione di fatto determinatasi per effetto dell'inadempimento possa consolidarsi per effetto dell'intervento amministrativo della CONSOB e l'imposizione da parte della stessa della c.d. OPA riparatoria. È noto infatti che l'autorità di vigilanza, ai sensi dell'art. 110, comma 1 bis, TUF "in alternativa all'alienazione di cui al comma 1, con provvedimento motivato, avuto riguardo tra l'altro alle ragioni del mancato adempimento, agli effetti che conseguirebbero all'alienazione e alle modifiche intervenute nella compagine azionaria, può imporre la promozione dell'offerta totalitaria al prezzo da essa stabilito, anche tenendo conto del prezzo di mercato dei titoli". Come si vede, si tratta di una previsione normativa che dischiude significativi ambiti di discrezionalità tecnica all'autorità; discrezionalità che, a me pare, legittimamente la società può escludere con opzione statutaria, nei fatti imponendo l'applicazione in ogni caso del regime più rigoroso della sterilizzazione del voto. Peraltro, il limite massimo al diritto di voto *statutariamente* previsto incide in modo più proporzionato sul soggetto inadempiente di quanto non faccia la sanzione *legale* della sospensione ai sensi dell'art. 110 TUF, giacché il primo incide solo sulla partecipazione eccedente la soglia mentre la seconda investe l'intera partecipazione. Appare inoltre meritevole di attenzione, a mio avviso, il fatto che dall'ordinamento del mercato mobiliare emerge oggi il principio in forza del quale, nella relazione tra soglia OPA e diritto di recesso, quest'ultimo spetta, in caso di modifica dello statuto che intervenga dopo l'inizio delle negoziazioni dei titoli in un mercato regolamentato, *solo* qualora si introduca per via statutaria un regime *diverso da quello legale* in relazione alla soglia del 30% per le PMI. Questo principio mi pare conforti, seppur *a contrario*, circa la conclusione che una previsione statutaria che, viceversa, "mimi" il regime legale (introducendo la

medesima soglia di legge) non determina l'insorgere del diritto di recesso a favore dei soci assenti e dissenzienti, e ciò anche se l'inadempimento dell'obbligo di offerta finisce per avere conseguenze sul piano statutario e legale non pienamente coincidenti, ma di reciproco "mutuo rinforzo". Peraltro, al fine di assicurare una piena coincidenza del perimetro applicativo del regime statutario rispetto a quello legale (pur nella rilevata complementarietà di effetti), la clausola in questione dovrebbe opportunamente prevedere, a mio avviso, che la sospensione dei diritti di voto per la partecipazione eccedente non operi nei casi in cui il superamento della soglia non determini, ai sensi dell'art. 106, comma 5, TUF, l'insorgere dell'obbligo di OPA.

La funzione del recesso e l'inesistenza dei presupposti per il suo riconoscimento nel caso in esame, in cui l'introduzione dei limiti al voto ha natura sanzionatoria (in relazione alla violazione della normativa sull'OPA)

È dunque alla luce delle considerazioni che precedono che mi pare si renda necessario interpretare la formulazione, come noto assai anodina, dell'art. 2437, comma 1, lett. g), c.c. la quale prevede come *ipotesi inderogabile di recesso* quella delle "modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto (...)". Gli interpreti più accreditati della disposizione in esame giustamente descrivono questa formula come di "incerta lettura" (1), ritenendola "abbastanza oscura" (2) e raccomandano di darvi applicazione solo a fronte di modificazioni "di diritto" dei diritti di voto, escludendo viceversa l'insorgenza del diritto di recesso "a fronte di deliberazioni che incidano solo di fatto sul potere di voto del singolo socio" (3). Se, come correttamente è stato rilevato, il recesso assolve oggi ad una funzione "incentrata sul rimedio all'opportunismo della maggioranza" e costituisce "un tipico strumento di trattamento dei comportamenti opportunistici" (della maggioranza) (4), è certo che, nel caso di specie, si è al di fuori, in una prospettiva funzionale, dall'ambito di applicazione della disciplina del recesso, dal momento che qui la modificazione dei diritti di voto è programmaticamente rivolta non già a realizzare, neppure in via indiretta, una (opportunistica) compressione di diritti in tesi indi-

(1) Di Cataldo, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum G.F. Campobasso, Torino, 2007, 3, 228.

(2) Galletti, *Sub art. 2437*, in Maffei Alberti (a cura di), *Il*

nuovo diritto delle società, II, Padova, 2005, 1509.

(3) Ventoruzzo, *Recesso e valore della partecipazioni nelle società di capitali*, Milano, 2012, 20.

(4) Galletti, *op. cit.*, 1480 e 1484.

sponibili dei soci quanto, proprio all'opposto, ad assicurare comportamenti dei soci (e in generale di coloro che aspirano al controllo della società) pienamente rispettosi dell'interesse della minoranza, qual è il rispetto della disciplina sull'offerta pubblica di acquisto obbligatoria. Ma il risultato non cambia anche qualora si segua una più tradizionale interpretazione della funzione del recesso (5) secondo la quale esso costituirebbe rimedio essenzialmente compensativo del rafforzamento dei poteri della maggioranza previsto dalla riforma del diritto societario. Uno strumento, in altri termini, per compensare i soci della "privazione di quelli che taluno in dottrina considerava diritti indisponibili senza il consenso dei singoli soci" (6).

Tuttavia spesso la dottrina (7) indica come ipotesi di recesso ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. g), c.c. proprio le ipotesi di modificazione dello statuto con introduzione di limiti quantitativi all'esercizio del diritto di voto. Ciò *tuttavia viene affermato con riguardo ad ipotesi del tutto diverse da quella in esame* e cioè con riguardo ad ipotesi - non condizionate dalla disciplina dell'ordinamento mobiliare e dell'OPA - in cui la "sterilizzazione" del voto oltre un determinato limite quantitativo è frutto di una *valutazione discrezionale* della maggioranza che introduce la modifica statutaria e non costituisce invece un *effetto legale e statutario* (di reciproco "mutuo rinforzo", secondo quanto più sopra osservato) derivante dal mancato rispetto della disciplina imperativa sulle offerte pubbliche di acquisto. Mi pare, in altri termini, difficile poter ipotizzare che spetti un diritto di recesso a fronte dell'introduzione in

statuto, seppur dopo l'inizio delle negoziazioni dei titoli in un mercato regolamentato, non già di strutturali limitazioni al diritto di voto *in sé quanto di limitazioni che sono espressive di una sanzione civile*: quella della sospensione dei diritti di voto per la partecipazione "eccedente" quale reazione della società alla mancata promozione della dovuta offerta pubblica di acquisto totalitaria. Non mi sembra infatti che si sia qui dinanzi ad una genuina ipotesi di "modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto" ai sensi e per gli effetti dell'art. 2437, comma 1, lett. g), c.c. giacché qui non solo ricorre - per riprendere una corretta distinzione da tempo fatta in dottrina (8) - una limitazione che "non inserisce alle singole azioni quale loro caratteristica intrinseca", bensì alla "concreta situazione personale in cui versa l'azionista", ma soprattutto si è dinanzi ad una limitazione del diritto di voto che è solo *eventuale e conseguente ad una violazione di legge e di statuto*. Per queste ragioni si è dunque, a mio giudizio, al di fuori della lettera e delle finalità di tutela dell'art. 2437, comma 1, lett. g), c.c.: norma che, peraltro, si ritiene del tutto correttamente che debba essere interpretata restrittivamente (9). La circostanza, infine, che la modifica statutaria venga introdotta con finalità preventiva allorché nessun azionista versi nella situazione di fatto che determinerebbe "l'innescò" della sanzione civile prevista dalla clausola di nuova introduzione esclude che sussistano azionisti *direttamente* incisi dalla nuova clausola statutaria e assicura piena coerenza con il principio di parità di trattamento (10).

(5) Di Cataldo, *op. loc. cit.*; già prima, Calandra Buonauro, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2005, I, in specie a 296; nello stesso senso, successivamente, Pomelli, *I limiti statuari al diritto di voto nelle società per azioni*, Bologna, 2008, 280.

(6) Pomelli, *ibidem*.

(7) Non invece, forse non a caso, Galletti, *ibidem*, (il quale richiama invece l'ipotesi di modifiche che incidano sul diritto di voto delle azioni di categoria speciale).

(8) L. Calvosa, *La partecipazione eccedente*, Milano, 1999, 199.

(9) Per una recente applicazione di questo principio v. App. Brescia 2 luglio 2014, con commento adesivo di Busani, in www.quotidianodiritto.ilsole24ore.com/art/civile/2014-11-04.

(10) Per una diffusa trattazione del tema è sufficiente rinviare all'ampio dibattito avutosi in Germania a seguito della sentenza della Corte federale nel caso *Mannesmann* del 19 dicembre 1977, pubblicata in BGHZ, 70, 1978, 117; per ampi riferimenti a tale letteratura e per spunti ricostruttivi del diritto interno tratti da essa v. ancora Pomelli, *op. cit.*, 272 ss., testo e note.