Università degli Studi di Foggia
Dottorato in Dottrine Generali del Diritto XXVI Ciclo

TESI DI DOTTORATO IN DIRITTO COMMERCIALE

Disinvestimento forzoso nelle società quotate negli USA e in Italia

Tutor: Prof.ssa Cinzia Motti **Dottoranda: Lucia Agnusdei**

INDICE

CAPITOLO I – *MERGER* AND TENDER FREEZE OUT 3

Introduzione…….3

Inquadramento della fattispecie 4

CAPITOLO II – LE OPERAZIONI DI FREEZE OUT IN USA **8**

Le origini storiche 8

Le tecniche 9

I profili rimediali 14

CAPITOLO III - IL C.D. DIRITTO DI "*SQUEEZE-OUT*" IN ITALIA 18

Introduzione 18

Ratio della normativa 19

Prime questioni interpretative 20

Modalità di determinazione del prezzo e procedura 24

Analogie e differenze con la disciplina italiana 25

CAPITOLO IV – PROFILI DI COSTITUZIONALITÀ 33

Prime riflessioni della dottrina e giurisprudenza italiane sulla costituzionalità del diritto di acquisto…….……..…...33

Natura della qualificazione costituzionale del diritto di acquisto nella prospettiva "proprietaria"…….41

Natura della qualificazione costituzionale del diritto di acquisto nella prospettiva "contrattuale"…….50

Conseguenze, sul piano della disciplina costituzionalmente applicabile, di una qualificazione in termini contrattuali del diritto di acquisto…….…85

Riflessioni alla luce della giurisprudenza tedesca 99

La rilevanza dell'art. 1 del I Protocollo addizionale della CEDU 110

Considerazioni conclusive 116

Bibliografia **126**

CAPITOLO I

Merger and tender *freeze-out*

1. Introduzione

Nelle moderne legislazioni societarie e dei mercati finanziari l'estromissione degli azionisti minoritari assume per lo più due differenti forme giuridiche: da un lato, nei principali ordinamenti europei viene prevista, al ricorrere di determinati presupposti, l'attribuzione "esplicita" all'azionista di controllo (in genere quasi totalitario) di un diritto potestativo di acquisto delle azioni dei soci di minoranza[1]; dall'altro lato, nel sistema giuridico nord-americano la possibilità di estromettere gli azionisti di minoranza è "implicita" nel riconoscimento legislativo (e giurisprudenziale) della legittimità di operazioni di fusione nelle quali i titoli di alcuni azionisti delle società coinvolte nell'operazione vengono forzosamente liquidati in denaro o comunque in beni diversi dalle azioni della società che sopravvive o risulta dalla fusione (c.d. *freeze-out merger*)[2].

Il presente lavoro si propone dunque di cogliere, anche in un'ottica di analisi critica del modello statunitense e del modello europeo continentale, gli aspetti problematici relativi al disinvestimento forzoso imposto dal socio di controllo agli azionisti di minoranza, muovendo *in primis*, nel presente capitolo, da un inquadramento generale della fattispecie, in particolare con riferimento alle finalità ed alle diverse tecniche attuative della stessa.

A partire da una ricostruzione storica dei diversi istituti previsti nel paradigma statunitense, il secondo capitolo mette in luce le peculiarità delle *public companies* ad azionariato disperso così come quelle delle società in cui preesistono azionisti di controllo.

---

[1] Si parla di «*compulsory acquisition*» nel sistema inglese, «*retrait obligatoire*» in quello francese e, appunto, «*diritto di acquisto*» nel sistema italiano.

[2] Cfr. l'analisi svolta nel Capitolo II del presente lavoro.

Nel terzo capitolo si ricompone la disciplina italiana in materia di *squeeze-out* nell'ambito delle offerte pubbliche di acquisto, evidenziandone le maggiori questioni interpretative e ponendo in luce il confronto con l'esperienza nordamericana.

Nel quarto capitolo emergono potenziali profili di incostituzionalità della normativa che regola il diritto di acquisto dell'azionista di controllo, esaminando la prospettiva "proprietaria" e "contrattuale" della partecipazione sociale, anche alla luce della recente giurisprudenza francese e tedesca in materia, nonché della CEDU.

Infine, nelle osservazioni conclusive, l'imposizione del disinvestimento forzoso ai soci di minoranza induce a riflettere sulla problematicità del concetto di *bene* in relazione alla partecipazione sociale, nonché sulla conseguente difficoltà di qualificare i diritti del socio - in particolare quelli a contenuto patrimoniale - in termini di *diritti proprietari.*

2. Inquadramento della fattispecie

Come anticipato, mentre nei principali ordinamenti europei si prevede, al ricorrere di determinati presupposti, l'attribuzione "esplicita" all'azionista di controllo del diritto potestativo di acquistare le azioni dei soci di minoranza (c.d. *squeeze-out*), nel sistema giuridico nord-americano la possibilità di escludere le minoranze risulta "implicita" nel riconoscimento legislativo e giurisprudenziale della legittimità delle c.d. *freeze-out merger*[3]. Si tratta, in sintesi, di operazioni di fusione nelle quali taluni soci si vedono liquidare forzosamente la propria partecipazione in denaro (fusione "*cash*" o "per contanti"), ovvero in beni ulteriori, ed in ogni caso diversi dalle azioni della società che sopravvive o risulta dalla transazione.

[3] In tal senso, M. VENTORUZZO, Art. 111, in La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza, D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, Commentario a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Milano, 2005, p. 459: "Il termine *freeze-out* designa più correttamente le fattispecie in cui la fuoriuscita degli azionisti di minoranza dalla compagine sociale non è, la mera conseguenza di fatto di una forte "pressione" o "spinta" a vendere, bensì costituisce un vero e proprio effetto giuridico-formale di un'operazione decisa dalla maggioranza. In altre parole, nei casi di "*squeeze-out*" si è in presenza di una volontà solo di fatto coartata, ma pur sempre giuridicamente libera; nei casi di "*freeze-out*" invece si assiste alla completa "neutralizzazione" della volontà degli azionisti di minoranza."

Ai fini di un inquadramento sistematico della fattispecie, si rendono necessarie alcune considerazioni preliminari. Nell'impresa azionaria si suole, *in primis*, distinguere tra strutture proprietarie concentrate ed assetti ad azionariato diffuso. Il primo modello è ampiamente diffuso nell'Eurofferta pubblica obbligatoria continentale, salvo il caso dell'Inghilterra, e si caratterizza per la presenza di un'azionista di controllo, che detiene gran parte del pacchetto azionario (all'incirca il quarantacinque per cento)[4]. Ben diversa è invece la situazione ravvisabile negli Stati Uniti ed in Gran Bretagna,, laddove soltanto il quattro per cento delle società risulta essere gestito da un socio di controllo, mentre, nell'ottanta per cento dei casi, il maggior azionista detiene all'incirca il diciotto per cento delle azioni aventi diritto di voto. Ciò premesso, è innegabile che in entrambi i casi, la previsione di meccanismi di *squeeze-out* e *sell-out* risulta utile al fine di prevenire comportamenti opportunisti: da un lato, infatti, tali istituti arginano condotte manageriali opportunistiche in un sistema decentrato, dove l'effettività del controllo dei piccoli azionisti sugli amministratori appare fortemente limitato; nell'altro caso invece, la previsione di meccanismi di *exit* e l'obbligo di corresponsione di un giusto prezzo tutelerebbero la minoranza azionaria da eventuali abusi del socio dominante[5].

Concentrando dunque la nostra attenzione sul modello della società ad azionariato diffuso (*public company*), nella quale vi è un alto grado di separazione tra proprietà e controllo, è di immediata percezione l'incapacità degli azionisti "dispersi", in virtù del ridotto pacchetto di cui sono titolari, di monitorare adeguatamente il *management* della società, nonché di promuoverne la sostituzione in caso di insoddisfazione. Meccanismo idoneo a superare tale problema è il lancio di un'offerta pubblica per l'acquisizione del controllo, nell'ipotesi in cui l'offerente, al fine di acquistare una partecipazione rilevante nella *target*, realizzi quegli investimenti indispensabili per accrescere la redditività delle attività sociali: in tal modo infatti egli può acquistare l'impresa a basso costo, migliorarne la gestione e rivenderla poi a un prezzo più alto, ricavandone un notevole profitto.

---

[4] Studi empirici hanno infatti dimostrato che circa il sessanta per cento delle società per azioni europee privilegia tale struttura, sebbene nelle imprese quotate la percentuale si riduca significativamente al trentacinque per cento.

[5] Cfr. CHRISTOPH VAN DER ELST, Opportunities in the M&A aftermarket: squeezing out and selling out, , CCL and Tilec, Tilburg University; FLI, Ghent University, Lientje Van den Steen, in Financial Law Institute, Ghent University, WP 2006-12, 6.

Pertanto, nelle società ad azionariato diffuso, la modalità principale per l'acquisizione del controllo coincide con il lancio di un'offerta pubblica d'acquisto preventiva, rivolta alla moltitudine degli azionisti "dispersi" della *target*.In tale contesto, la stessa introduzione del *freeze-out* aumenta la probabilità che l'offerta medesima assuma la forma dell'offerta totalitaria (e non invece parziale), e che venga lanciata a un prezzo mediamente più elevato. Come si dirà meglio *infra*, il riconoscimento del diritto di acquisto consente altresì, a determinate condizioni, di eliminare, o quanto meno mitigare significativamente, il *free-rider problem.*

Se dall'esame delle *public companies* "pure" si passa ad analizzare le società, sempre ad azionariato diffuso, caratterizzate tuttavia dalla presenza di un socio titolare di un pacchetto di maggioranza relativa, l'introduzione del *freeze-out* può avere l'ulteriore effetto di accrescere le alternative a disposizione del soggetto interessato al *takeover*, il quale non sarà più chiamato a scegliere esclusivamente tra l'offerta pubblica d'acquisto totalitaria e quella parziale, potendo avvalersi anche della trattativa privata, ed acquistare così fuori borsa il pacchetto di controllo.

La circostanza, nota fin dall'inizio ai destinatari di un'offerta pubblica obbligatoria, di poter subire, a seguito del successo della medesima, l'acquisto potestativo delle loro azioni da parte del nuovo controllante al medesimo prezzo dell'offerta pubblica, elimina infatti, o in ogni caso riduce significativamente, la tendenza degli azionisti residuali a non aderire a un'offerta ritenuta vantaggiosa, confidando che il *takeover* avrà comunque successo, e che la successiva gestione dell'offerente eleverà il valore di mercato delle azioni in loro possesso al di sopra del prezzo d'offerta.

La cd. presunzione del giusto prezzo si fonda proprio sulla forza contrattuale riconosciuta agli azionisti oblati in sede di offerta: in particolare, la "*strong power of rejection"* risulterebbe di fatto garantita dalla circostanza che il diritto di *freeze-out* sorge soltanto qualora l'offerente raccolga un'adesione molto elevata. La presenza del *freeze-out,* dunque*,* finisce per incentivare acquisizioni più ingenti, tali da comportare, per il nuovo controllante, il raggiungimento della soglia necessaria per esercitare il diritto di acquisto e, con esso, il conseguimento di un notevole profitto.

Le osservazioni appena svolte assumono valore laddove il diritto di espulsione della minoranza residua sorga a seguito di un'offerta pubblica d'acquisto finalizzata al *takeover* di una società quotata (sia essa una *public company* "pura", ovvero una società, ugualmente "scalabile", ma controllata da un azionista di maggioranza relativa), lanciata *da un outsider,* ovvero da un soggetto titolare di una partecipazione di minoranza nella *target* (eventualmente anche un *large minority shareholder*). Considerazioni differenti si impongono, invece, nell'ipotesi in cui l'offerta pubblica obbligatoria sia stata lanciata dall'azionista di controllo di una società quotata, con finalità di *going private*: comunemente ritenute dalla dottrina e dal *case-law* statunitensi classici esempi di *self-dealing transactions*, sono normalmente oggetto di un approfondito scrutinio giudiziale, volto a verificare la generale correttezza ("*entire fairness*") dell'operazione nei confronti degli azionisti di minoranza, come si dirà meglio nel prossimo Capitolo.

CAPITOLO II

LE OPERAZIONI DI *FREEZE-OUT* IN USA

1. Le origini storiche

L'esame della regolamentazione statunitense in tema di estromissione forzosa dei soci di minoranza in società quotate impone qualche accenno all'evoluzione storica della normativa e, soprattutto, della giurisprudenza in materia. Il primo Stato ad autorizzare la corresponsione di denaro, obbligazioni o altri strumenti finanziari in cambio di azioni nel contesto di un'operazione di fusione fu la Florida nel 1925, cui seguirono la California nel 1931, lo Stato di New York nel 1949 e il Delaware nel 1957. Nessun ordinamento, tuttavia, prima della parziale riforma del sistema societario di New York nel 1936, avrebbe consentito un'espulsione forzata della minoranza azionaria dalla società. A livello giurisprudenziale, invece, la prima pronuncia a riconoscerne legittimità fu la celebre pronuncia *Beloff v. Consolidated Edison* del 1949,[6] nella quale la New York Court of Appeal negò l'esistenza in capo all'attore (che aveva perso la qualità di socio a seguito di una fusione condotta ai sensi di legge), di un diritto costituzionalmente insopprimibile al mantenimento dello *status* di azionista. I giudici ritennero, infatti, che l'unico diritto inderogabilmente spettante ai soci fosse rappresentato dalla possibilità di tutelare il valore della propria partecipazione mediante l'esercizio del diritto di *appraisal*.

Nella giurisprudenza del Delaware (cui si devono i contributi più interessanti in tema di *freeze out*) le *cash-out merger* hanno trovato invece esplicita legittimazione con le decisioni *Coyne v. Park & Tilford Distillers Corp.* del 1959 e *Stauffer v. Standard Brands* del 1962.[7] È opportuno peraltro segnalare che la sentenza *Weinberger* è considerata uno spartiacque nel *case-law* americano in materia di *freeze-out,* avendo infatti definitivamente posto fine all'orientamento che subordinava la legittimità delle *cash-out merger* all'esistenza di un *independent business purpose*. In estrema sintesi può dirsi che, all'indomani del primo

[6] Cfr. BELOFF v. Consolidated Edison Co., 87 N.E.2d 561 (N.Y. 1949).

[7] Cfr. Coyne v. Park & Tilford Distillers Corp., 154 A.2d 893, 894 (Del. 1959) e Stauffer v. Standard Brands Inc., 187 A.2d 78 (Del. 1962).

apparire, nel diritto statale nord-americano, dei c.d. *cash-merger statutes*[8], la giurisprudenza si era orientata nel senso di ritenere possibili fusioni finalizzate all'esclusione della minoranza, purché sorrette da altre valide ragioni sociali. In *Weinberger,* viceversa, la Corte Suprema, ha posto fine a quell'evoluzione, decretando che il rispetto dello standard dell'*entire fairness* avrebbe rappresentato una garanzia sufficiente a tutela della minoranza.[9]

Le operazioni di *freeze-out* hanno trovato successivamente larga diffusione nel corso degli anni '70, consentendo all'azionista dominante ed ai *manager* di acquisire facilmente il controllo della società, a condizioni tra l'altro estremamente vantaggiose: di fronte alla necessità di limitare scalate abusive, è intervenuta ripetutamente la *Securities and Exchanges Commission* (nel proseguo "SEC"), dettando una rigorosa disciplina a protezione degli azionisti, in grado al contempo di favorire l'efficienza del mercato. Nel presente Capitolo si tenterà dunque di inquadrare la problematica della tutela delle minoranze nella realtà statunitense, per poi illustrare, nel Capitolo che segue, le analogie e differenze esistenti in tema di *squeeze-out* rispetto la disciplina italiana.

2. *Le tecniche*

Negli Stati Uniti, il *freeze-out* della minoranza, mediante l'acquisto della totalità del capitale da parte del socio di controllo, può essere perseguito secondo tre diverse modalità:

a) il "*one-step, negotiated statutory merger freeze-out*", in cui si realizza immediatamente una fusione per incorporazione tra un veicolo, appositamente creato dalla

[8] Cfr. Delaware's New General Corporation Law: Substantive Changes, 23 Bus. Lw. 75 (1967) art. 251, "Merger or consolidation of domestic corporation.:"The board of directors of each corporation which desires to merge or consolidate shall adopt a resolution approving an agreement of merger or consolidation and declaring its advisability. The agreement shall state (…)The manner, if any, of converting the shares of each of the constituent corporations into shares or other securities of the corporation surviving or resulting from the merger or consolidation, or of cancelling some or all of such shares, and, if any shares of any of the constituent corporations are not to remain outstanding, to be converted solely into shares or other securities of the surviving or resulting corporation or to be cancelled, the cash, property, rights or securities of any other corporation or entity which the holders of such shares are to receive in exchange for, or upon conversion of such shares and the surrender of any certificates evidencing them, which cash, property, rights or securities of any other corporation or entity may be in addition to or in lieu of shares or other securities of the surviving or resulting corporation".

[9] Cfr. Weinberger v. UOP Inc., 457 A.2d 701 (Del.Supr.1983): «In view of the fairness test which has long been applicable to parent-subsidiaries mergers [..], the expanded appraisal remedy now available to shareholders, and the broad discretion of the Chancellor to fashion such relief as the facts of a given case may dictate, we do not believe that any additional meaningful protection is afforded minority shareholders by the business purpose requirement. [..] Accordingly, such requirement shall no longer be of any force [..]».

società acquirente, e la *target*. All'approvazione del progetto di fusione da parte dei consigli di amministrazione delle società interessate, e delle assemblee degli azionisti, segue il ritiro ed annullamento delle azioni dell'incorporata, e la contestuale assegnazione, agli azionisti di minoranza, di denaro ("*cash-merger*") o strumenti finanziari.

La deliberazione degli azionisti della società acquirente non è tuttavia necessaria, qualora l'atto costitutivo e i titoli dell'incorporante non subiscano alcuna modificazione, purché la percentuale di azioni ordinarie di nuova emissione non superi il venti per cento di quelle esistenti alla data della fusione. Semplificazione ulteriore è inoltre assicurata dalla legge allorquando l'incorporante detenga almeno il novanta per cento delle azioni con diritto di voto dell'incorporata: in tal caso, infatti, si fa ricorso ad un procedimento di fusione semplificata (c.d. "*short from merger*"), che non richiede né l'approvazione del consiglio di amministrazione della *target* (la cui autonomia operativa ed indipendenza di giudizio risultano strutturalmente limitate), né una deliberazione dei suoi azionisti (in virtù della garanzia fornita dall'entità della quota del controllante all'approvazione del progetto).

In tal senso, schema particolarmente ricorrente nella prassi è quello del "*triangular merger*", in cui la società acquirente crea una nuova società-veicolo e le conferisce azioni proprie o denaro da offrire in cambio delle partecipazioni della *target*. Eseguita la fusione tra il veicolo e la *target*, mediante l'incorporazione di quest'ultima nel veicolo ("*forward triangular merger*") o viceversa ("*reverse triangular merger*"), agli azionisti vengono poi consegnate azioni, strumenti finanziari o denaro. Laddove poi la controllante sia quotata al New York Stock Exchange, e l'operazione preveda l'emissione di nuove azioni in misura superiore al venti per cento di quelle già in circolazione, si richiede la delibera degli azionisti dell'incorporata e della controllante, sebbene la fusione avvenga con il veicolo. È evidente che lo schema della fusione triangolare, oltre a salvaguardare il patrimonio dell'acquirente, limitandone la responsabilità verso le passività, note o meno, della società da incorporarsi nel veicolo, le consente anche di realizzare il *freeze-out* degli azionisti di minoranza della *target*, mediante l'assegnazione di denaro o strumenti finanziari, in cambio delle loro azioni. L'estromissione in questione non sarebbe viceversa garantita tramite un'operazione di acquisizione del capitale della società bersaglio, vista l'assenza, nell'ordinamento del Delaware, di una disposizione analoga all'art. 111 del TUF;

b) il "*two-steps negotiated merger freeze-out*", prevede invece che la fusione, una volta approvatone il progetto, si articoli in due fasi, operativamente distinte, sebbene strettamente collegate e consequenziali: la prima consiste nel lancio, da parte della società acquirente (di regola mediante un veicolo appositamente creato), di un'offerta pubblica d'acquisto totalitaria, concordata sulle azioni della *target* non ancora in suo possesso, e condizionata al raggiungimento di adesioni almeno pari al novanta per cento del capitale; nella seconda ha invece luogo una fusione forma semplificata tra la *target* e il veicolo con contestuale assegnazione, ai soci residuali dell'incorporata, di denaro o strumenti finanziari diversi dalle azioni della controllante.

La giurisprudenza del Delaware ritiene che, in entrambe le fattispecie di fusione finalizzate al *freeze-out* della minoranza, la negoziazione e approvazione del progetto da parte dell'azionista di controllo e del consiglio di amministrazione della *target* costituiscano una transazione in conflitto di interessi, dal momento che il socio di controllo si colloca ad ambo i lati della transazione, in qualità di "acquirente" da un lato, e di elettore della maggioranza del *board*, dall'altro.

Sembra essere, infatti, orientamento consolidato quello secondo cui un azionista di controllo, pur godendo, al pari degli altri soci, di piena libertà nell'esercizio del diritto di voto a proprio piacimento, sarebbe gravato da doveri fiduciari di lealtà e correttezza nei confronti della società e della minoranza cosicché nell'esercizio del suo potere, trovino tutela gli interessi della totalità degli azionisti, e non soltanto di una parte[10].

La discrezionalità di cui godono i gestori andrebbe pertanto esercitata "*in good faith*", tenuto conto del fatto che una società è preliminarmente organizzata e deputata alla massimizzazione dei profitti. In particolare, tanto all'azionista di controllo, allorquando stabilisca unilateralmente i termini di un transazione, quanto al consiglio di amministrazione dell'incorporata, si impone il rispetto del dovere di correttezza ("*entire fairness*"). Come ha più volte precisato la Suprema Corte, il concetto di correttezza si compone di due parti:

[10] In tal senso, Tanzer v. International General Industries, Inc., 379 A.2d 1121, (Del. 1977): nel caso di specie la Corte ha previsto l'esistenza di un duplice test di validità per le operazioni di freeze-out, l'entire fairness e il valid business purpose. Parametro imprescindibile per valutare la legittimità dell'operazione diviene, dunque, il concreto bilanciamento di interessi operato dall'azionista di controllo, che si sostanzia nella presenza di ragioni ulteriori alla base dell'operazione, in aggiunta all'eliminazione di una minoranza indesiderata, quali ad esempio esenzioni fiscali o realizzazione di una più proficua divisione del lavoro.

correttezza per quanto concerne gli aspetti procedurali dell'operazione ("*fair dealing*") e correttezza per quanto concerne il prezzo da corrispondersi ("*fair price*").

Nello specifico, il "*fair dealing*" attiene alla tempistica dell'operazione, nonché alle modalità con le quali è stata promossa, strutturata, negoziata, e approvata. È evidente che l'introduzione di un simile corollario mira proprio a prevenire l'utilizzo informazioni privilegiate da parte dell'azionista di maggioranza, a danno della minoranza.

Il "*fair price*" riguarda invece le considerazioni di natura economica e finanziaria del progetto di fusione, ed in particolare le attività, il valore di mercato, gli utili, le prospettive future, nonché ogni altro elemento idoneo ad influenzare il valore intrinseco del capitale azionario della *target*.

A tal proposito, qualora sia promossa un'azione giudiziaria per presunta violazione dei doveri fiduciari, sarà necessario procedere ad un accertamento simultaneo di ambedue gli aspetti rilevanti, salvo che vengano in gioco comportamenti fraudolenti, ed allora le considerazioni relative al prezzo promesso divengono preponderanti. In linea generale, per potersi dire adempiuti gli obblighi di lealtà e correttezza, nonché di corresponsione di un prezzo equo, non è sufficiente che l'azionista di controllo accetti pagare il corrispettivo convenuto al termine di una formale trattativa con il consiglio di amministrazione della società incorporata. Occorrerà altresì che il raggiungimento dell'accordo di fusione avvenga sulla base di una negoziazione condotta "*at arm's lenght*", vale a dire tra soggetti pienamente informati e liberi di perseguire gli interessi della parte rappresentata. Diversamente, graverà sulla parte convenuta in giudizio l'onere di fornire la prova contraria.

L'*entire fairness* costituisce dunque il criterio cui le Corti statunitensi subordinano la validità delle operazioni di *freeze-out*, tanto qualora abbiano luogo al termine di un processo di *takeover*, quanto laddove siano finalizzate puramente e semplicemente al *going private* di una società: non può tuttavia sottacersi che solo nel primo caso si presume che il prezzo offerto sia il frutto di una "*arm's lenght transaction*".

Ciò premesso, è di immediata percezione che la delicatezza di un'operazione di *freeze-out* successiva al lancio di un'offerta pubblica obbligatoria promossa da *insider* si debba a due circostanze: da un lato infatti, gli amministratori, in quanto nominati dall'azionista di

controllo, versano in una posizione di conflitto di interessi; dall'altro poi, nelle operazioni in esame è presente un elevato grado di asimmetria informativa fra la parte acquirente e i potenziali venditori. L'offerente, infatti, in quanto azionista di controllo, è un *insider* e detiene dunque, a differenza degli azionisti di minoranza, una conoscenza ottimale sia dell'attuale valore intrinseco della società, sia delle sue potenzialità future. Nel caso in esame dunque, l'adeguamento per legge del prezzo di *freeze-out* a quello precedentemente offerto presenta non poche difficoltà, dal momento che, in simili operazioni, può venire a mancare, o quanto meno a ridursi significativamente, il contributo informativo o la vera e propria azione di resistenza degli amministratori della *target*.

Nel tentativo di arginare i predetti problemi, nei *safe harbor statutes* delle principali legislazioni americane si è provveduto a codificare i principi che emergono dal *case-law* nord-americano in materia di *entire fairness*, consentendo così il compimento di operazioni in conflitto di interesse, purché convenute a condizioni eque per la società. Nella documentazione da fornire agli azionisti, la normativa della SEC impone dunque di riportare informazioni dettagliate, circa: gli obiettivi dell'operazione e l'esistenza di eventuali ipotesi alternative idonee a conseguirli; la struttura e la tempistica della transazione; gli effetti fiscali che ne derivano per la società, l'azionista di controllo e gli azionisti di minoranza; l'opinione della società in merito ed i fattori presi in considerazione nel valutarne la correttezza ed equità.

Successivamente, la giurisprudenza ha poi esteso i citati principi anche alle transazioni realizzate tra l'azionista dominante e la società controllata: in simili ipotesi infatti, la peculiare natura del conflitto di interessi (vista la presenza di un azionista di controllo), e l'accentuazione del rischio di espropriazione, rende necessari ulteriori accorgimenti volti a rafforzare la tutela delle minoranze[11]:

a. l'approvazione della transazione da parte di un comitato speciale, costituito all'interno del consiglio di amministrazione e composto da soggetti disinteressati e indipendenti: a tal proposito si richiede che esso riceva un chiaro mandato da parte del *board*, che possa godere di un reale potere negoziale, al fine di rifiutare proposte insoddisfacenti, e

[11] In tal senso, Kahn v. Lynch Communication Sys., Inc. 638 A.2d 1110 (Del. 1994).

che sia assegnatario di risorse sufficienti per l'esecuzione dell'incarico affidatogli. La sua missione è, di regola, acconsentire all'accordo soltanto a seguito dell'ottenimento delle migliori condizioni possibili: si comprende allora la ragione per la quale esso venga abitualmente dotato del potere di indicare consulenti esterni, banche d'affari e advisor legali, che, a spese della società, valutano i termini dell'offerta. Ovvero,

b. la ratifica dell'operazione da parte di una maggioranza qualificata di azionisti disinteressati, vale a dire privi di legami con il socio di controllo. È generalmente riconosciuto infatti che, mediante l'impiego di almeno uno dei due accorgimenti la transazione, pur viziata da conflitto di interessi, riprodurrebbe, in linea di principio, quello schema di operazione tra soggetti liberi, indipendenti e disinteressati che, con maggiori probabilità, porta alla definizione di condizioni eque per entrambe le parti in gioco.

Nonostante l'equivalenza funzionale, non può sottacersi che la prassi sembra muovere verso il primo dei due rimedi, in ragione degli incentivi che avrebbe il consiglio di amministrazione della controllata nel formare un comitato apposito: a titolo esemplificativo, si osservi che gli amministratori indipendenti potrebbero cogliere l'opportunità di elevare il loro standard reputazionale in vista della possibile perdita del posto in consiglio di amministrazione, nel momento in cui la società sarà divenuta interamente privata e non sarà più necessaria la loro presenza nel *board*. D'altra parte, della scelta in questione può trarre giovamento anche l'offerente che, avendo il comitato di controllo come controfferta pubblica obbligatoria, ridurrebbe al minimo le incertezze circa il buon esito dell'operazione, nonché i costi organizzativi e finanziari connessi alla chiamata al voto degli azionisti. Il consiglio di amministrazione rivestirebbe, dunque, il ruolo di "*bargaining agent*" nei confronti dello scalatore, garantendo così un'adeguata tutela degli azionisti[12].

La funzione di informazione e resistenza ad offerte svantaggiose che, nell'ipotesi di offerta pubblica obbligatoria lanciata da un *outsider* vengono normalmente assolte dall'organo amministrativo della *target*, nel caso di offerta promossa dall'azionista di

[12] Cfr. A. POMELLI, Delisting di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza, in Rivista delle società, 2009, 466.

controllo potrebbero così essere ottemperate dalla parte disinteressata e indipendente del consiglio la quale risulterebbe tra l'altro direttamente responsabile nei confronti di ciascun azionista di minoranza, per il diligente espletamento dei suoi compiti specifici.

Nel rispetto dei presupposti citati, la correttezza del prezzo accettato da una percentuale rilevante di azionisti minoritari potrebbe fondarsi effettivamente sulla loro forza contrattuale. Essi, infatti, nel fronteggiare l'offerta, potrebbero avvalersi del contributo informativo e negoziale di soggetti indipendenti, ma pur sempre "*insider*", e quindi in grado di operare valutazioni in condizioni di tendenziale simmetria informativa con l'azionista di maggioranza. Se è vero che l'adeguamento del prezzo di *freeze-out* a quello dell'offerta pubblica di acquisto precedente opera anche in contesti di *going private*, non si dovrebbe dunque prescindere dal cd. *voting requirement*, vale a dire dalla previa e necessaria approvazione da parte di una maggioranza qualificata di azionisti oblati.

Ciò nonostante, residuano forti dubbi circa l'equità del prezzo in esame: nelle offerte provenienti da soggetti terzi, infatti, il *voting requirement*, garantendo una netta separazione fra il giudizio sull'offerta e l'adesione alla medesima da parte di ciascun azionista oblato, appare rimedio sufficiente a rimuovere la coazione a vendere. Infatti, un'offerta non conveniente in termini di prezzo, e lanciata da un soggetto che non riceva l'approvazione necessaria, impedirà allo scalatore di accedere al controllo della *target* e di "saccheggiarla". Viceversa, le offerte lanciate dall'azionista di controllo sono potenzialmente idonee a generare un tipo di coazione a vendere efficacemente definita dalla giurisprudenza nord-americana "*inherent coercion*": mentre infatti l'offerente *outsider*, in caso di insuccesso dell'offerta, non otterrà il controllo della *target*, il soggetto già controllante lo conserverà, potendo tra l'altro sempre esercitare, in caso di rifiuto, varie forme di ritorsione nei confronti della minoranza.

Si aggiunga infine che l'approvazione da parte di un comitato speciale di amministratori indipendenti, ovvero di una maggioranza di azionisti disinteressati, non comporta un alleggerimento dello standard di revisione giudiziale dall'invasivo "*entire*

fairness", al semplice "*business judgement rule*", limitandosi, invece, ad invertire l'onere della prova tra le parti[13][14];

c) il "*freeze-out tender offer*" si caratterizza, invece, per la mancanza di un accordo di fusione tra le parti e l'iniziativa esclusiva dell'azionista di controllo, il quale, infatti, senza aver preventivamente negoziato i termini dell'offerta con il consiglio di amministrazione, procede, avvalendosi di un veicolo *ad hoc*, al lancio di un'offerta pubblica totalitaria rivolta direttamente agli azionisti della *target*, e condizionata all'acquisto di almeno il novanta per cento del suo capitale; a ciò segue, in caso di raggiungimento della soglia, l'incorporazione in forma semplificata della *target* nel veicolo.

La giurisprudenza del Delaware ha ripetutamente sottolineato la differenza esistente tra le operazioni di fusione non negoziata, vale a dire condotte mediante offerta pubblica d'acquisto ostile (ovvero contro il volere del management del bersaglio), e quelle di fusione negoziata: mediante un'operazione così strutturata, infatti, sia pure nel presupposto dell'effettivo raggiungimento del novanta per cento del capitale, l'offerente può disporre unilateralmente la fusione, senza necessità del consenso del consiglio di amministrazione della *target*, né degli azionisti residuali che non abbiano aderito alla prima offerta. La transazione si qualifica dunque essenzialmente come operazione di mercato, in ragione della posizione di sostanziale terzietà assunta dalla *target*.

In sostanza, il ruolo di *bargaining agent* che, nell'ambito dello *statutory merger freeze-out*, è svolto dal comitato speciale di amministratori indipendenti, nel contesto della *tender offer* risulterebbe affidato al mercato stesso. Si aggiunga che, l'esecuzione della fusione semplificata con la controllata non sarebbe sindacabile in giudizio per violazione dei doveri fiduciari, legittimando esclusivamente gli azionisti di minoranza all'esercizio del diritto di *appraisal*[15].

---

[13] In tal senso, Re Walt Disney Co. Derivative Litigation, 907 A.2d 693 (Del. Ch. 2005) e Kahn v. Lynch Communication Sys., Inc, cit.

[14] Cfr. M.VENTORUZZO, Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals, in Virginia Journal of International Law, Volume 50, Issue 4, 2010, 872.

[15] Cfr. Glassman v. Unocal Exploration Corp., 777 A.2d 242, 247 (Del. 2000).

Dalle considerazioni svolte emerge chiaramente l'indubbia convenienza della procedura in esame per l'azionista di controllo, in ragione dell'aleatorietà del costo in cui incorrerebbe la società, qualora gli azionisti dissenzienti esercitassero il diritto di *appraisal* (come si vedrà meglio *infra*, la giurisprudenza gode infatti di un'ampia discrezionalità nell'accertare il *fair value*). Procedendo ad un'offerta pubblica di acquisto, sia pure negoziata con un consiglio di amministrazione che agisca a difesa degli interessi degli azionisti di minoranza, il socio di controllo è in grado infatti di preventivare l'esborso massimo per l'acquisto del novanta per cento del capitale, nonché di effettuare una stima più precisa del potenziale costo supplementare derivante dall'estromissione degli azionisti di minoranza mediante fusione semplificata, tanto nell'ipotesi in cui questi accettassero un corrispettivo analogo a quello precedentemente offerto, quanto laddove propendessero per l'esercizio del diritto di *appraisal*. La giurisprudenza del Delaware ha peraltro più volte ribadito la non esclusività del rimedio dell'*appraisal*, dato che gli azionisti di minoranza potrebbero altresì chiedere il risarcimento dei danni causati dalla violazione dei doveri fiduciari da parte dell'azionista di controllo e degli amministratori della *target*[16].

Stando dunque all'evidenza empirica, per l'azionista di controllo e i soci di minoranza non è irrilevante la scelta di percorrere la via della fusione negoziata, in luogo di quella non negoziata, preceduta da offerta pubblica di acquisto[17]: esaminando infatti un significativo numero di transazioni eseguite nei quattro anni successivi alla decisione Siliconix[18], è emerso che gli azionisti di minoranza beneficiano sistematicamente, nel primo caso, di un rendimento anomalo cumulato inferiore. A parità di condizioni dunque, l'eliminazione della minoranza mediante *tender offer freeze-out*, si conferma essere, dal punto di vista statico ed economico, più conveniente per l'azionista di controllo e di gran lunga meno redditizia per i soci residuali. Il vantaggio in esame sembra originare dal concorso di due fattori: in primo luogo infatti, rispetto ad un comitato di amministratori indipendenti dotato di potere di veto, la facoltà del mercato (quale collettività degli investitori) di rigettare offerte inique, non pare dispiegare la medesima efficacia persuasiva nell'ottenimento del miglior prezzo possibile per gli azionisti.

[16] In tal senso, Rabkin v. Phillip A. Hunt Chemical Corp., 498 A.2d 1099, 1105 (Del. 1985).

[17] Cfr. Re Pure Resources Inc., in (nt. 19).

[18] In tal senso, Re Siliconix Inc. Shareholders Litigation, WL 716787 (Del.Ch., 2001).

L'analisi empirica dimostra infatti che il ricorso alla *tender offer* è tanto più probabile, quanto maggiore è il pacchetto azionario detenuto dal socio di controllo, ovvero qualora tale posizione venga ricoperta da una società. Viceversa, quando le redini della società sono in mano ad un gruppo familiare, è comune l'utilizzo del *merger freeze-out*. Il ricorso alla *tender offer* è, inoltre, direttamente proporzionale al fattore tempo, dal momento che il suo completamento richiede al massimo ottanta giorni, laddove ne sono necessari circa centonovanta per un *merger freeze-out*.

L'altro fattore rilevante fa invece perno sulla possibilità di una revisione *ex post* (*i.e.* in sede giudiziale), dell'operazione di fusione negoziata, secondo lo standard dell'*entire fairness*: il rischio in questione indurrebbe infatti *ex ante* l'azionista di controllo ad offrire un prezzo che si avvicini il più possibile al proprio prezzo di riserva[19].

Si consideri inoltre che originariamente la Suprema Corte del Delaware riteneva che, laddove l'offerente *insider* decidesse di rivolgersi direttamente agli azionisti con un'offerta pubblica d'acquisto di natura non coercitiva, contenente altresì l'informativa necessaria a consentire agli oblati un fondato giudizio sul suo contenuto, non vi fosse alcun obbligo di corrispondere loro un prezzo conforme al valore della società bersaglio. In altre parole, l'offerente ed il consiglio di amministrazione della *target* risultavano esonerati dal rispetto del *fair price*.

Tuttavia, il trattamento differente cui sono soggette transazioni funzionalmente equivalenti ed economicamente simili, sia pur nella diversità tipologica, fatica a trovare giustificazione: infatti, così come la fusione tra controllante e controllata solleva il problema del conflitto di interessi dell'acquirente (al tempo stesso parte dell'accordo di fusione e soggetto determinante della *target*), anche l'offerta pubblica di acquisto rivolta direttamente agli azionisti può assumere carattere coercitivo, comprimendo di fatto la libertà di scelta degli oblati. Desta non poche perplessità, allora, che tale offerta, i cui termini non sono stati preventivamente negoziati, ed a cui difficilmente potrà opporre resistenza un consiglio di amministrazione in conflitto di interessi, sia sindacabile solo per informazione incompleta o

[19] Cfr. A. POMELLI, Delisting di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza, cit, 473: L'analisi empirica, tuttavia, non sembra confermare in modo statisticamente convincente che il prezzo da pagarsi risulti influenzato dalla percentuale di azioni in mano alla minoranza, e non invece dal tipo di transazione prescelta.

non trasparente. Le perplessità aumentano considerando che essa proviene da un soggetto, l'azionista di controllo, verosimilmente in possesso di informazioni ignote al pubblico, ed in grado dunque di dettare liberamente la tempistica dell'intera operazione, al riparo da offerte concorrenti o pressioni competitive di altra natura.

Per le ragioni appena accennate, la recente giurisprudenza del Delaware ha analizzato le operazioni di *tender offer freeze-out*, al fine di ricomporre il diverso trattamento giudiziale, stabilendo la necessità di rispettare, anche in tal caso, il criterio dell'*entire fairness*.

Al fine di comprendere le ragioni della drastica riduzione delle *freeze-out merger* a vantaggio delle *tender offer freeze-out*, merita qualche cenno, *in ultimis*, l'analisi di tematiche quali la completezza dell'informazione e l'eventuale carattere coercitivo dell'offerta: affinché l'offerente possa essere dispensato da un controllo giudiziale sul *fair price* si impone infatti, il rispetto di condizioni idonee ad assicurare un'effettiva libertà decisionale in capo agli oblati. Senza dilungarsi su questioni già ampiamente analizzate nel capitolo precedente, si ribadisca soltanto la necessità di fornire agli azionisti di minoranza un'informativa completa e trasparente circa le condizioni dell'offerta, la quale gli consenta di addivenire ad un fondato e consapevole giudizio in merito; altra condizione necessaria è che l'offerta non sia confezionata o strutturata in modo da risultare intrinsecamente coercitiva, costringendo in altre parole gli azionisti ad aderire ad un prezzo ritenuto insoddisfacente, al solo scopo di evitare il rischio di un trattamento deteriore, in caso di mancata adesione.

Al fine di ovviare alle problematiche citate, si rende dunque necessario subordinare irrinunciabilmente l'efficacia dell'offerta all'accettazione da parte di una maggioranza qualificata di azionisti oblati; occorre altresì che l'offerente prometta, in caso di raggiungimento del novanta per cento del capitale, di promuovere prontamente la fusione semplificata con la controllata, offrendo il medesimo prezzo di cui all'offerta pubblica, ed astenendosi, nell'ipotesi di un suo fallimento, dal paventare azioni contrarie agli interessi della minoranza. Il rispetto di simili condizioni assicurerebbe infatti all'offerente piena libertà nella fissazione del prezzo dell'offerta, nonché un'insuperabile difesa contro azioni cautelari e di merito volte a sindacarne in giudizio l'equità, sulla base del preteso inadempimento degli

obblighi fiduciari. Resta comunque salva la facoltà degli azionisti dissenzienti di esercitare il diritto di *appraisal*[20].

In conclusione, i recenti orientamenti giurisprudenziali statunitensi, pur tenendo conto dei notevoli progressi registrati in tal senso, palesano il permanere di una criticabile differenza tra la disciplina delle *freeze-out merger* e delle *tender offer-freeze-out*: *in primis*, infatti, il ruolo svolto dagli amministratori indipendenti della *target* è di gran lunga maggiore in caso di fusione (essendo chiamati a negoziare autonomamente ogni termine della transazione), rimanendo invece di carattere meramente informativo il loro coinvolgimento nell' offerta pubblica. Inoltre, come già accennato in precedenza, nel contesto di una fusione il rispetto dei correttivi suggeriti dalla giurisprudenza comporta, per l'offerente, una semplice inversione dell'onere della prova: in tal caso, saranno pertanto gli azionisti-attori a dover dimostrare la *unfairness* dell'offerta. Di contro, nell'offerta pubblica obbligatoria, il rispetto del *voting requirement* e l'impegno ad acquistare i titoli residuali alleggeriscono significativamente lo standard di giudizio, degradato dalla *entire fairness* alla ben più permissiva *business judgement rule*.

3. ***Profili rimediali***

The "*appraisal right*", ossia il diritto di ottenere dalla società, tramite un obbligatorio procedimento giurisdizionale che si compie davanti alla Court of Chancery, il pagamento del *fair value* delle proprie azioni, è garantito, in linea di principio, agli azionisti dissenzienti della società incorporata ed incorporante, tanto in caso di fusione in forma ordinaria, quanto in caso di short from *merger*. Tale titolarità soffre, tuttavia, importanti eccezioni[21]:

[20] In tal senso, A. POMELLI, Delisting di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza, cit., 475: La promessa di promuovere tempestivamente la fusione per contanti dovrebbe, infatti, alleviare l'effetto distorsivo sul processo decisionale dell'oblato, derivante dal timore che, in caso di mancata adesione, venga a detenere una partecipazione illiquida, vista la concentrazione di almeno il novanta per cento del capitale nelle mani di un solo soggetto. In tal mondo si eliminerebbe anche il rischio che, non accettando il prezzo in prima battuta, ci si trovi costretti, in una seconda fase, a percepire un prezzo inferiore, o a contestarlo con il procedimento di appraisal, gravoso e dagli esiti incerti. Si aggiunga inoltre che, l'impegno a procedere con la fusione semplificata deve essere assunto in modo preciso e inequivocabile, affinché la violazione sia sanzionabile in giudizio.

[21] Cfr. Delaware's New General Corporation Law: Substantive Changes, 23 Bus. Lw. 75 (1967) art. 262.

a) il diritto di *appraisal* è sempre negato agli azionisti dell'incorporante titolari di azioni quotate su un mercato regolamentato, ovvero qualora il procedimento di fusione prescinda dalla loro l'approvazione in assemblea;

b) lo stesso può dirsi anche per gli azionisti dell'incorporata, qualora siano destinati a ricevere, in cambio della propria quota, titoli dell'incorporante o di altra società, parimenti quotata in un mercato regolamentato nazionale. La c.d. *market exception* sarebbe facilmente giustificabile tenendo a mente che, in un mercato efficiente, il prezzo da esso stabilito è indicatore adeguato del corretto valore delle azioni, e ciò fa di conseguenza venir meno la necessità di un apposito procedimento giurisdizionale volto ad accertarlo. Si aggiunga poi che la capacità del mercato di attribuire un prezzo adeguato alle azioni aumenterebbe con l'annuncio dell'operazione, in quanto gli operatori sarebbero in grado di valutarne pienamente gli effetti, consentendo tra l'altro la materializzazione di proposte alternative. È evidente dunque che l'incertezza, i costi ed il tempo richiesto dal procedimento di *appraisal* non troverebbero ragion d'essere, nel caso in cui gli azionisti potessero vendere liberamente le azioni su un mercato efficiente, liquido e corretto.

Ciò premesso, sembra tuttavia curioso che gli azionisti della *target* quotata siano privi del diritto di *appraisal* qualora ottengano azioni della incorporante, e conservino invece tale prerogativa nel caso in cui ricevano denaro. Se è vero infatti che la *ratio* dell'esclusione si rintraccia nella titolarità di strumenti liquidi (vale a dire nella possibilità di cedere le azioni sul mercato in qualsiasi momento), non si comprende allora per quale ragione il diritto di *appraisal* venga negato agli azionisti della *target* che ricevono titoli (anche non quotati) dell'incorporante, e sia invece concesso qualora ricevano denaro (che rappresenta senza dubbio la massima espressione di liquidità). L'impressione che ne deriva è che si possa trattare di una scelta di politica legislativa, volta a favorire le fusioni mediante scambio di azioni, a discapito delle *cash-out merger*[22]. Conferma di ciò si trarrebbe dall' *exception of the exception* presente nello stato del Delaware, che nega tale prerogativa anche agli azionisti della *target* che ricevano un conguaglio di denaro in luogo delle loro azioni.

[22] In tal senso, A. POMELLI, Delisting di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza, cit., 433.

Non rientra invece tra le eccezioni precedentemente menzionate il caso della fusione semplificata: per quanto dunque gli azionisti di minoranza potrebbero avvalersi del diritto di *appraisal*, non può sottacersi tuttavia l'indubbia convenienza del procedimento in esame per l'azionista di controllo, in quanto consente al medesimo di addivenire alla fusione senza il consenso del *board*, e l'approvazione formale degli azionisti della *target*. In tal caso, inoltre, gli amministratori delle società coinvolte risultano esonerati dal rispetto dallo standard dell'*entire fairness*, che costituisce il più rigoroso test giudiziale per valutare l'osservanza del "*duty of loyalty*" da parte degli dei gestori.

Sembra innegabile, tuttavia, che la complessità, i costi e l'incertezza in merito al risultato finale ne hanno da sempre fortemente disincentivato l'utilizzo: oltre all'osservanza di regole procedurali complesse, ed ai lunghi tempi giudiziari necessari per ottenere una pronuncia in merito, l'attore è inoltre tenuto a sopportare integralmente il costo del procedimento, anticipandone le spese e, soprattutto, correndo il rischio di vedersi riconosciuto un valore anche inferiore al corrispettivo della fusione.

Nel calcolare il *fair value* delle azioni la Corte è infatti tenuta a prendere in considerazione tutti gli elementi rilevanti nel caso concreto, al netto degli effetti derivanti dal perfezionamento o dall'aspettativa di realizzazione della fusione. Devono conteggiarsi, in tal senso, anche quelle componenti di valore la cui emersione, pur dipendente dal futuro completamento della fusione, possa essere provata già alla data della medesima, quali ad esempio il valore di mercato e delle attività, i dividendi, nonché le aspettative di profitto. Unici elementi a non esser computati sarebbero dunque quelli di natura assolutamente incerta[23].

Al fine inoltre di prevenire scelte opportunistiche da parte degli azionisti di minoranza, i giudici del Delaware hanno peraltro più volte ribadito che il corrispettivo della fusione non costituisce necessariamente l'estremo inferiore ed invalicabile, di quanto debba essere considerato fair: in caso contrario infatti nessun azionista accetterebbe in prima battuta il corrispettivo della fusione, tentando dunque la via dell'*appraisal*, nella speranza di vedersi

[23] In tal senso, Glassman v. Unocal Exploration Corp., cit., e Weinberger v. UOP, Inc., cit.: la Suprema Corte ha qui ribadito la necessità di considerare anche fattori quali la tempistica della fusione finalizzata ad approfittare di una situazione di mercato depressa o di un ciclo negativo della profittabilità della società, ovvero volta ad anticipare un futuro sviluppo negativo.

attribuire una somma superiore a quella precedentemente offerta, e consapevoli di non potersene veder liquidata una inferiore.

Si consideri, inoltre, che tale rimedio soffre anche della concorrenza dell'azione di risarcimento dei danni[24], esperibile dagli azionisti di minoranza nei confronti del socio di controllo e degli amministratori della *target* per violazione dei doveri fiduciari, laddove non venga loro riconosciuto un *fair value* in cambio delle azioni. Nel caso in esame l'onere di provare la violazione risulta bilanciato tanto dalla possibilità di vedersi riconosciuta una somma superiore, che ricomprenda anche i benefici futuri attesi dalla fusione (ciò che l'*appraisal* per legge non consente), quanto dai vantaggi in ordine alla possibilità di condurre dell'azione come azione di classe, per conto di tutti gli azionisti di minoranza, e non invece quale azione individuale da parte dei singoli dissenzienti.

[24] Cfr. S. PESSANI, Violazione dell'obbligo di opa e risarcimento del danno, in Giur. comm., 2008, II, 464.

CAPITOLO III

IL C.D. DIRITTO DI "*SQUEEZE-OUT*" IN ITALIA

1. Introduzione

La disciplina del c.d. diritto di "*squeeze –out*" è stata introdotta nel nostro ordinamento con l'art. 111 D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (il "Testo Unico della Finanza" o "TUF")[25], muovendo dell'esperienza maturata in altri Paesi europei, *in primis* la Francia. Tale norma attribuisce all'azionista di maggioranza, detentore a seguito di offerta pubblica totalitaria di una partecipazione almeno pari al 95% delle azioni di una società italiana quotata, il diritto di acquistare le azioni residue.

La *ratio* di tale previsione, relazionata alla disciplina dell'offerta pubblica obbligatoria e dell'art. 108 TUF in particolare, si sostanzia nell'opportunità di garantire a chi si è sobbarcato l'onere di un'offerta pubblica obbligatoria totalitaria che abbia avuto successo (consentendogli di raggiungere la partecipazione pari o superiore al 95%) i vantaggi derivanti dal controllo totalitario.

Il diritto di acquisto è stato successivamente disciplinato dalla direttiva 2004/25/CE del Parlamento europeo e del Consiglio Europeo concernente le offerte pubbliche di acquisto. L'attuazione di tale direttiva è avvenuta con il D.Lgs. 19/11/2007, n. 229, anche se ulteriori modifiche della disciplina in esame sono successivamente intervenute ad opera del D. Lgs. 25/09/2009, n. 146. Il recepimento della direttiva nel nostro ordinamento ha comportato alcune modificazioni, anche sostanziali, dell'istituto (*in primis* la diminuzione dal 98% al 95% della soglia di suo esercizio e l'affidamento alla CONSOB, anziché ad un esperto

[25] L'art. 111 del TUF recita: "1. L'offerente che venga a detenere a seguito di offerta pubblica totalitaria una partecipazione almeno pari al novantacinque per cento del capitale rappresentato da titoli in una società italiana quotata ha diritto di acquistare i titoli residui entro tre mesi dalla scadenza del termine per l'accettazione dell'offerta, se ha dichiarato nel documento d'offerta l'intenzione di avvalersi di tale diritto. Qualora siano emesse più categorie di titoli, il diritto di acquisto può essere esercitato soltanto per le categorie di titoli per le quali sia stata raggiunta la soglia del novantacinque per cento. 2. Il corrispettivo e la forma che esso deve assumere sono determinati ai sensi dell'articolo 108, commi 3, 4 e 5. 3. Il trasferimento ha efficacia dal momento della comunicazione dell'avvenuto deposito del prezzo di acquisto presso una banca alla società emittente, che provvede alle conseguenti annotazioni nel libro dei soci".

nominato dall'Autorità Giudiziaria, della determinazione del relativo prezzo, in coordinamento con la disciplina dell'obbligo di acquisto di cui all'art. 108 TUF). L'ambito di applicazione dell'istituto è identificato dal comma I dell'art. 111 TUF nelle "*società italiane quotate*", come definite all'art. 101-bis, comma I, TUF (*i.e.* "*le società con sede legale nel territorio italiano e con titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato di uno Stato comunitario*"). L'istituto risulta pertanto applicabile anche a società con sede in Italia ma con titoli ammessi alla negoziazione esclusivamente su altro mercato regolamentato dell'Unione Europea.

2. *Ratio della normativa*

In sede di redazione del TUF, la *ratio* attribuita all'art. 111 TUF è stata identificata con l'esigenza di incentivare il lancio dell'offerta pubblica obbligatoria totalitaria, nonché di evitare comportamenti opportunistici da parte di chi non intenda aderire all'offerta pubblica obbligatoria per rivendere le proprie azioni all'offerente, in un secondo momento, ad un prezzo maggiorato, e "ripulire" il listino da quelle società che resterebbero altrimenti quotate, avendo un flottante, seppur minimo, molto diffuso[26].

Parte della dottrina ha inoltre evidenziato che la norma tenderebbe ad evitare la conservazione di partecipazioni al solo scopo di promuovere azioni di disturbo non giustificate da ragioni connesse alla correttezza della gestione e, quindi, in conflitto con l'interesse della società, nonché la quotazione di società le cui azioni sono oggetto di negoziazioni anomale e come tali pregiudizievoli del corretto funzionamento del mercato stesso[27].

Altri sottolineano che la norma sarebbe in realtà volta alla tutela degli interessi dell'offerente, "*restando acclarato che la disposizione non può considerarsi posta a tutela della minoranza, non di quella interessata alla conservazione della partecipazione sociale (non necessariamente con intenti ostruzionistici o ricattatori) e neppure di quella interessata*

[26]Cfr. Audizione del Direttore generale del Ministero del tesoro presso la Commissione finanze della Camera dei deputati del 10 dicembre 1997, in Riv. Società, 1998, 214 ss.

[27] Così COSTI, Il mercato mobiliare, Torino, 2010, 103-104.

alla sua dismissione, sia pur tardiva"[28]. E' stato però replicato che la previsione mira invece proprio a tutelare l'azionariato diffuso in quanto *"incentiva lo scalatore a lanciare l'offerta pubblica obbligatoria totalitaria, con il fine di non dover sostenere i costi della gestione di una minoranza residua*"[29].

Vi è inoltre parte della dottrina che ravvisa nella norma un istituto speculare, una sorta di "contraltare", dell'obbligo di acquisto disciplinato dall'art. 108 TUF[30]. Tale posizione è stata rinvenuta anche in una delle rare pronunce giurisprudenziali sull'istituto del diritto di acquisto[31], nel senso che la norma mira al "*raggiungimento di un giusto equilibrio tra gli opposti interessi, ove l'obbligo di comprare azioni residue dai soci disposti ad alienarle è controbilanciato dal diritto di riscattarle coattivamente ad un prezzo etero determinato e con meccanismi esterni e amministrativi di controllo (esercitati dalla CONSOB) posti a garanzia delle regole di correttezza, di trasparenza del mercato e di parità di trattamento tra gli azionisti*". Il suddetto approccio appare coerente con l'impostazione della direttiva, che lega strettamente la previsione del diritto di acquisto alla disciplina dell'obbligo di acquisto. Per un verso, dunque, è equo riconoscere all'offerente che si sia sobbarcato l'onere di un'offerta totalitaria, tanto più se obbligatoria, i vantaggi del controllo totalitario; in tal senso è indubbio che la norma sia posta a tutela dell'interesse dell'azionista di controllo.

E' indubbio, peraltro, che il riconoscimento di tale diritto all'azionista che sia pervenuto, attraverso un'offerta totalitaria, ad una soglia di possesso molto vicina al totale del capitale, costituisca un incentivo al lancio di offerte pubbliche, che rappresentano la forma di acquisizione del controllo che l'ordinamento ritiene meglio tutelare e contemperare gli interessi in gioco[32].

---

[28] Cfr. GUARRACINO, art. 111, in Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, a cura di Alpa e Capriglione, Padova, 1998, 1034. Va segnalato peraltro che la posizione dell'Autore, espressa in sede di primo commento, muoveva dal presupposto, poi rivelatosi superato da interpretazione e prassi successive, che il diritto di acquisto fosse applicabile nel solo caso di offerta obbligatoria.

[29] Cfr. DESANA, art. 111, in La legge Draghi e le società quotate in borsa, diretto da Cottino, Torino, 1999, 72.

[30] In questo senso ANNUNZIATA, La Disciplina del mercato mobiliare, Torino, 2008, 381-382.

[31] Trib. Milano, 13 marzo 2003, in Società, 2004, 87, con nota di Picone.

[32] In questo senso anche IACOBELLIS, art. 111, in Commentario all'offerta pubblica di acquisto, a cura di Fauceglia, Torino, 2010, 218.

3. *Prime questioni interpretative*

Al fine di analizzare alcune questioni interpretative che la dottrina ha sollevato in relazione alla norma in commento, occorre esaminare preliminarmente il testo dell'art. 111 TUF così come risultante dal recepimento della Direttiva, poiché la formulazione che ne risulta supera di per sè alcuni dei temi che nel tempo si erano manifestati. Ai sensi del comma I, "*l'offerente che venga a detenere a seguito di offerta pubblica totalitaria una partecipazione almeno pari al novantacinque per cento del capitale rappresentato da titoli in una società italiana quotata ha diritto di acquistare i titoli residui entro tre mesi dalla scadenza del termine per l'accettazione dell'offerta, se ha dichiarato nel documento d'offerta l'intenzione di avvalersi di tale diritto. Qualora siano emesse più categorie di titoli, il diritto di acquisto può essere esercitato soltanto per le categorie di titoli per le quali sia stata raggiunta la soglia del novantacinque per cento*".

Modifiche rilevanti riguardano, per un verso, la soglia per l'esercizio del diritto che, in conformità all'art. 15 Direttiva, scende dal 98% al 95% (soglia massima prevista dalla direttiva medesima) e, per altro verso, il termine per l'esercizio che, sempre in conformità della direttiva, è abbreviato da quattro a tre mesi, decorrenti dalla scadenza del termine per l'accettazione dell'offerta e, dunque, dal termine del c.d. "periodo di adesione" all'offerta medesima.

Ulteriore modifica concerne l'oggetto dell'offerta, che diventano i "*titoli di una società italiana quotata*" anziché, come in precedenza, le "*azioni con diritto di voto*". Si aggiunge, nel nuovo secondo periodo del comma I, la precisazione che "*qualora siano emesse più categorie di titoli, il diritto di acquisto può essere esercitato soltanto per le categorie di titoli per le quali sia stata raggiunta la soglia del novantacinque per cento*". La definizione di "*titoli*" è contenuta nell'art. 101-bis TUF e comprende "*gli strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria o straordinaria"*. Come già sopra evidenziato, la formula *"società italiana quotata*", introdotta con il decreto correttivo (n. 146/2009), mira a rendere l'istituto applicabile anche a società con sede in Italia ma titoli ammessi alla negoziazione esclusivamente su altri mercato regolamentato dell'Unione Europea. L'introduzione del

riferimento ai "*titoli*" e l'aggiunta del secondo periodo superano una delle questioni interpretative che si era posta in precedenza, avente ad oggetto la natura degli strumenti finanziari che potevano formare oggetto di acquisto e l'insorgenza dei presupposti per l'esercizio del diritto in presenza di più categorie di titoli; è oggi sufficientemente chiaro che l'oggetto del diritto non coincide con quello, più ristretto, dell'offerta obbligatoria di cui all'art. 106 TUF (mentre coincide con quello dell'obbligo di acquisto ex art. 108).

Qualche confusione può essere generata dal contemporaneo utilizzo del termine "*partecipazione*" (che l'art. 105, comma II TUF definisce come le sole partecipazioni con diritto di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina e revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza) e "*titoli*", più ampiamente definiti, ai fini dell'intero Capo II TUF, artt. 108 e 111 compresi, dall'art. 101-bis, comma II. Il fatto che i "*titoli*" vadano però intesi, ai fini del diritto di acquisto, in questa più ampia accezione, emerge dall'introduzione del citato secondo periodo dell'art. 111, che esamina il caso di esistenza di "*più categorie di titoli*" e che non avrebbe senso se il riferimento fosse all'unica categoria di titoli che costituiscono una "partecipazione" ai sensi dell'art. 105, comma II.

Presupposto del diritto di acquisto, nel testo attuale così come nel precedente, è che la soglia rilevante sia raggiunta "*a seguito di un'offerta pubblica totalitaria*"[33]. In sede di introduzione dell'art. 111 TUF alcuni si sono interrogati circa l'applicabilità dell'istituto alle offerte volontarie, che appare oggi fuori dubbio, anche alla luce della direttiva e della prassi applicativa. E' indubbio che il diritto sorga in presenza di offerte, volontarie o obbligatorie, purché totalitarie.

Deve ritenersi che il diritto sorga anche in caso di superamento del 95% a seguito dell'adempimento dell'obbligo di acquisto di cui all'art. 108, comma II, TUF, ancorché tale norma (a fronte della precedente, che faceva riferimento all'"offerta residuale") non espliciti le modalità di adempimento dell'obbligo, astrattamente anche diversa dall'effettuazione di un'offerta totalitaria. Questa conclusione è corroborata dalle modalità con le quali la CONSOB (con l'art. 50-quinquies, Regolamento 14/05/1999, n. 11971 – Regolamento

[33] Analoga la precedente formula:" a seguito di un'offerta pubblica avente ad oggetto la totalità delle azioni con diritto di voto".

emittenti – come modificato ed integrato da ultimo proprio per tenere conto del recepimento della direttiva), ha disciplinato la procedura per l'adempimento dell'obbligo di acquisto.

La Commissione, infatti, ha previsto che quest'ultimo sia esercitato tramite una proposta, rivolta pubblicamente a tutti gli azionisti, di cedere alle medesime condizioni; ciò che rappresenta comunque, al di là della denominazione, un'offerta pubblica totalitaria, alla luce della definizione di cui all'art. 1, comma I, lett. v) TUF. In conclusione, non pare che possa essere messo in dubbio che il soggetto che, a seguito del superamento, al di fuori di un'offerta pubblica totalitaria, della soglia del 90%, adempia all'obbligo di acquisto di cui all'art. 108, comma II, TUF superando all'esito la soglia del 95%, abbia diritto di acquisto ai sensi dell'art. 111, essendo l'obbligo di acquisto ex art. 108, comma II, in tutto e per tutto assimilabile ad un'offerta totalitaria residuale. Tale diritto non spetterà invece a chi dovesse superare, al di fuori di un'offerta totalitaria (e/o dell'obbligo di acquisto di cui all'art. 108, comma II), la soglia del 95%.

Strettamente connessa è la questione riguardante la possibilità di computare, ai fini del raggiungimento della soglia partecipativa del 95% che fa sorgere il diritto in esame, gli acquisti effettuati sul mercato dall'azionista di controllo in corso di offerta totalitaria ovvero della procedura di adempimento dell'obbligo di acquisto ex art. 108 comma II TUF. Su tale questione è consolidata, in senso positivo, la posizione della CONSOB, richiamata e condivisa dalla dottrina [34]; si tratta di posizione originariamente espressa prima del recepimento della direttiva e più di recente confermata, con riferimento all'adempimento dell'obbligo di acquisto, alla luce della nuova formulazione dell'art. 108[35]. Tale conclusione si giustifica alla luce della c.d. *best price rule*, come da ultimo rafforzata nella disciplina regolamentare, di cui agli artt. 103, comma IV, lett. c) TUF e 42, comma II Regolamento Emittenti: in altre parole, se gli acquisti effettuati al di fuori della procedura rispettano le regole di trasparenza e parità di trattamento non v'è ragione di trattarli diversamente da quelli effettuati nell'ambito dell'offerta.

[34] Cfr. ex multis, IACOBELLIS, op. cit., 222.

[35] Il riferimento è alla Comunicazione del 3 settembre 2008, n. DEM/DCL/8081984.

Altra questione interpretativa che sorge intorno al tema è se, ai fini del calcolo della soglia del 95%, possa tenersi conto anche dei titoli detenuti da soggetti agenti di concerto con l'offerente ai sensi dell'art. 109 TUF. Tale norma, infatti, nel prevedere il solidale obbligo di offerta (art. 106) e di acquisto (art. 108) in capo agli agenti di concerto, non disciplina il cumulo delle partecipazioni di tali soggetti ai fini dello *squeeze-out*, né la questione è disciplinata nello stesso art. 111 TUF. Come è stato correttamente segnalato in dottrina, già in sede di primo commento al TUF[36], "le ragioni economiche che sono alla base del diritto di acquisto nel caso in cui vi sia un solo azionista quasi totalitari, non pare mutino qualora un "nocciolo d'oro" di due o tre azionisti, interessati ad acquistare la totalità delle azioni, agisca come un unico soggetto".

Si noti che la posizione riportata, invero, sotto il profilo letterale faceva anche leva sull'argomento che la norma accordasse il diritto a "chiunque" venisse a detenere la partecipazione rilevante (originariamente 98%) per effetto di un'offerta pubblica obbligatoria totalitaria, fornendo anche lo spunto formale per un'apertura alla detta interpretazione. Tale argomento letterale, per un verso, viene meno con l'attuale formulazione, considerato che la parola "chiunque" è stata sostituita con "l'offerente"; per altro verso, la formulazione del diritto di acquisto è ora del tutto speculare rispetto a quella dell'obbligo di cui all'art. 108, per cui avrebbe poco senso un'interpretazione che, al superamento in particolare del 95%, preveda l'obbligo solidale di acquisto ma non garantisca il corrispettivo diritto (ciò anche alla luce della *ratio* della norma in esame, come sopra ricostruita).

In effetti, non può senz'altro dirsi che a tutti gli agenti di concerto spetti il diritto, perché ciò andrebbe chiaramente al di là della previsione di legge; il diritto spetterà dunque esclusivamente all'offerente, ma pare senz'altro preferibile l'interpretazione – che risulta peraltro avvalorata dalla prassi costante – secondo la quale a fine del calcolo della partecipazione da questi detenuta si computino anche le partecipazioni detenute da agenti di concerto. Ragionando in termini puramente formali e letterali, e limitando la spettanza del diritto al solo caso in cui la partecipazione sia detenuta dall'offerente, si impedirebbe l'esercizio del diritto anche nel caso (che rientra tra quelli di "concerto") in cui l'offerente

[36] Cfr. VENTORUZZO, op. cit, 493-494.

detenga parte dei titoli indirettamente tramite società controllate, ovvero si escluderebbero dal calcolo i titoli detenuti da soggetti controllanti o società soggette al comune controllo[37].

Inoltre, con riferimento al comma I in esame, la dottrina si è soffermata sulla previsione, presente fin dalla formulazione originaria, secondo la quale il diritto può essere esercitato solo se l'offerente "ha dichiarato nel documento d'offerta l'intenzione di avvalersi di tale diritto". E' chiaro dalla norma che la mancata dichiarazione precluda la possibilità per l'offerente di esercitare il diritto, ponendosi la dichiarazione come condizione per il suo esercizio. Meno chiaro – e discusso in dottrina – è se, ed in quali termini, la dichiarazione effettuata vincoli l'offerente al successivo esercizio.

Vi è in particolare la posizione minoritaria di chi ritiene che l'offerente, una volta dichiarata la propria volontà di avvalersi del diritto di acquisire le azioni rimanenti, sia obbligato ad effettuare tale acquisto, subordinatamente al superamento della soglia di esercizio del diritto; si contrappone la tesi, del tutto prevalente, secondo la quale si tratterebbe di una mera dichiarazione d'intenti[38]. In effetti la formulazione letterale ("intenzione di avvalersi") non pare tale da giustificare l'esistenza di un obbligo di procedere all'acquisto né configurare una promessa l pubblico ex art. 1989 c.c.; per altro verso non è condivisibile la tesi secondo la quale l'offerente, una volta dichiarata l'intenzione nel documento d'offerta, rimarrebbe del tutto libero di comportarsi diversamente, senza che ciò possa comportare alcuna conseguenza.

Va evidenziato che, ai sensi dell'art. 111 TUF, la dichiarazione è contenuta nel documento d'offerta che, secondo l'opinione più diffusa, rappresenta una vera e propria proposta contrattuale, per molti versi assimilabile alle offerte al pubblico di cui all'art. 1336 c.c., che i destinatari dell'offerta accettano con la loro adesione; se è così la dichiarazione d'intenti diventa parte del contratto che si perfeziona tra offerente e aderente, con la conseguenza che un ingiustificato "ripensamento", ove foriero di danni per l'aderente, avrebbe rilievo sotto il profilo della responsabilità precontrattuale ex art. 1337 c.c. e, probabilmente, anche dell'esecuzione in buona fede ex art. 1375 c.c. ovviamente ciò

[37] Cfr. MUCCIARELLI G.P., art. 105, in Commentario all'offerta pubblica di acquisto, a cura di Fauceglia, Torino, 2010, 130-131.

[38] Cfr. GUARRACINO, op. cit., 1037.

presuppone che il mancato esercizio del diritto non sia giustificato, secondo il canone della buona fede, da circostanze sopravvenute alla dichiarazione originaria; inoltre l'aderente dovrebbe dimostrare l'esistenza di un danno per il fatto che la dichiarazione non abbia avuto seguito, circostanza che appare in concreto remota ma che non pare possa essere esclusa in principio.

*4. **Modalità di determinazione del prezzo e procedura***

Il comma II dell'art. 111 TUF prevede che "*il corrispettivo e la forma che esso deve assumere sono determinati ai sensi dell'art. 108, commi III, IV e V*". La CONSOB ha disciplinato la materia con gli artt. Da 50 a 50-quater Regolamento emittenti; l'ultima di tali norme regolamentari prevede appunto l'applicazione, in caso di diritto di acquisto, delle stesse regole previste per l'obbligo ex art. 108. Si segnala che, nella precedente formulazione, in considerazione delle perplessità che avevano contraddistinto il dibattito sull'introduzione della norma nel TUF in ragione della sua efficacia "espropriativa", il legislatore aveva preferito affidare la determinazione del corrispettivo ad un esperto nominato dal presidente del Tribunale competente in base alla sede dell'emittente.

Del tutto opportuna, per garantire omogeneità di criteri rispetto all'obbligo di acquisto ed evitare che esperti diversi adottino criteri tra loro non coerenti, appare la scelta di affidare alla CONSOB la determinazione del corrispettivo anche per il diritto di acquisto. Si rammenta che l'esercizio del diritto di acquisto deve avvenire entro tre mesi dalla conclusione dell'offerta e la determinazione del prezzo da parte della CONSOB dovrà pertanto pervenire in tempo utile.

Il comma III dell'art. 111 TUF infine disciplina la procedura per l'esercizio del diritto di acquisto, prevedendo che "*il trasferimento ha efficacia dal momento della comunicazione dell'avvenuto deposito del prezzo di acquisto presso una banca alla società emittente, che provvede alle conseguenti annotazioni nel libro dei soci*". Con l'intervento della dematerializzazione la procedura appare piuttosto semplice, poiché Monte Titoli, a seguito della comunicazione (che l'emittente provvede ad inoltrargli), provvede immediatamente, tramite gli intermediari depositari, ad effettuare il trasferimento dei titoli all'acquirente e dei fondi agli azionisti di minoranza.

La procedura, che fa discendere il trasferimento da comportamenti unilaterali dell'offerente e non richiede alcuna collaborazione del proprietario, è coerente con la sopra menzionata ricostruzione del diritto come potestativo. Si è posto il tema, effettivamente dubbio, della sorte dei vincoli esistenti sui titoli oggetto dell'acquisto ex art. 111 TUF, correttamente risolto, seppur con motivazioni diverse[39], nel senso che i diritti del creditore si trasferirebbero sulle somme ricevute dal debitore a titolo di corrispettivo. Peraltro, operando il trasferimento come effetto automatico dell'esercizio del diritto, esso prescinde dal consenso e dalla cooperazione del creditore, che lo subisce come il proprio debitore.

Si consideri inoltre che l'art. 50-*quinquies* del Regolamento Emittenti, in coerenza con la soluzione già provvisoriamente adottata dalla CONSOB in via transitoria[40], prevede che l'adempimento dell'obbligo di acquisto ex art. 108, commi I e II, e del diritto di acquisto, avvenga attraverso una procedura congiunta, da concordarsi con CONSOB e con la società di gestione del mercato.

5. *Analogie e differenze con la disciplina italiana*

È generalmente riconosciuto che le differenze esistenti tra la disciplina europea e statunitense in materia di *freeze-out* fondano le radici negli antitetici principi posti a tutela degli azionisti e delle minoranze in genere. Se il modello europeo trova di fatti fondamento nell'intangibilità della proprietà, il sistema statunitense favorisce di contro una grande mobilità all'interno della compagine azionaria, in ragione della competizione esistente, a livello regolamentare, tra disciplina statale e giurisprudenziale.

In ambito europeo vige infatti il principio per cui, in linea generale, il diritto degli azionisti non può essere espropriato senza il loro consenso: pur non trovando riconoscimento le *cash-out merger*, risultano tuttavia fortemente diffuse le fusioni di società quotate in veicoli non quotati, cui prenderanno parte anche gli azionisti di minoranza. Nelle ipotesi in esame è proprio il *delisting* ad accrescere la discrezionalità di cui godono l'azionista di controllo e i *manager*. Premesso ciò, è allora d'obbligo approfondire l'analisi sulle differenze più rilevanti esistenti tra i due sistemi.

---

[39] Cfr. GUARRACINO, op. cit., 1041.

[40] Cfr. la citata Comunicazione n. DEM/DLC/8081984.

1) *Inammissibilità delle freeze-out merger*

Come si è già avuto modo di sottolineare in precedenza, l'utilizzo della fusione in funzione di *freeze-out* (vale a dire mediante liquidazione forzosa delle partecipazioni dei soci minoritari in denaro, ovvero in titoli diversi dalle azioni della incorporante), non trova riconoscimento nel diritto italiano. Lo si deduce, in primo luogo, dal tenore dell'art. 2501-*ter* c.c., con cui il legislatore ha stabilito che dal progetto di fusione debba risultare «*il rapporto di cambio delle azioni o quote, nonché l'eventuale conguaglio in danaro [..] ad ogni modo mai superiore al dieci per cento del valore nominale delle azioni o quote assegnate*» [41].

Ulteriore conferma deriva inoltre dalla vigenza, nell'ordinamento societario italiano, di un principio di *parità di trattamento* fra i soci, il quale si applica tanto agli azionisti di ugual categoria di una medesima società ("interna"), quanto agli azionisti di tutte le società partecipanti alla fusione ("esterna"). In tale contesto il principio in esame non si limiterebbe inoltre a presiedere alla determinazione del rapporto di cambio azionario, essendo invece ancor prima chiamato a garantirne l'applicazione a tutti i soci. Considerazioni analoghe a quelle svolte in precedenza si impongono nel caso in cui l'azionista di controllo pretendesse di assegnare ai soci di minoranza non già somme di danaro, bensì titoli diversi dalle azioni della società che sopravvive o risulta dalla fusione; e ciò anche qualora una simile pretesa riguardasse minoranze in possesso di particolari categorie di azioni[42].

---

[41]In tal senso, L.A.BIANCHI, La congruità del rapporto di cambio nella fusione, Milano, Il sole 24 Ore, 2002 : Sebbene debba riconoscersi che il tema dei conguagli in denaro nell'ambito della fusione ha dato adito a rilevanti dubbi e contrasti in dottrina, pare oggi prevalere l'idea per cui il conguaglio ex art. 2501-ter c.c. ha lo scopo di consentire "un certo margine di flessibilità nella determinazione del rapporto di cambio effettivo, rendendo possibile, in particolare, l'arrotondamento di un rapporto di non agevole utilizzo, evitando così anche la formazione di resti (…)I il conguaglio deve configurarsi come integrazione del rapporto di cambio ad applicazione generale, essendo viceversa inammissibile un conguaglio riservato solo agli azionisti che per l'applicazione del rapporto di cambio non riescano ad avere quozienti interi di attribuzione e rimangano pertanto con resti".

[42] In effetti, l'art. 2501-ter, primo comma, n. 7), c.c. prevede che il progetto di fusione indichi fra l'altro "Il trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di soci e ai possessori di titoli diversi dalle azioni»: tale previsione ad hoc non sostituisce le previsioni di carattere generale dalle quali si evince l'essenzialità del concambio di azioni in azioni nell'ambito di una fusione ma si limita a consentire quegli adattamenti che dovessero rendersi necessari per giungere alla definizione della concreta struttura del capitale della nuova

2) *Procedure dettate per le fusioni semplificate in Eurofferta pubblica obbligatoria*

Ulteriore differenza rilevante tra l'ordinamento italiano e quello statunitense riguarda il procedimento di fusione semplificata: la Terza Direttiva, detta infatti all'articolo 27 un sistema volto ad agevolare le operazioni in cui l'incorporante detenga più del novanta per cento di azioni della *target* aventi diritto di voto, facendo venir meno, in tal caso, infatti, la necessaria approvazione del progetto da parte degli azionisti dell'incorporante[43]. Nonostante l'assimilabilità con il corrispondente istituto statunitense delle *"short-form merger"*, le differenze sono innegabili: in primo luogo, se nel caso americano è richiesta la sola approvazione del consiglio di amministrazione della controllante, in Eurofferta pubblica obbligatoria tanto i gestori, quanto gli azionisti della *target*, hanno un'inalienabile diritto di voto in caso di fusione [44].

In secondo luogo, in ambito europeo, gli azionisti non votanti della società acquirente hanno diritto di ricevere informazioni specifiche e complete, antecedentemente alla riunione dell'assemblea dei soci della *target*. A ciò si aggiunga il diritto di una minoranza qualificata, che detenga più del cinque per cento delle azioni aventi diritto di voto, di richiedere l'approvazione del progetto di fusione da parte dell'assemblea della società acquirente. Disposizione analoga, a protezione degli azionisti di minoranza, non è invece rintracciabile nel sistema statunitense.

---

società. In base ai rilievi generali sin qui svolti, allora, il diritto di accedere al rapporto di cambio in azioni della società che sopravvive o risulta dall'operazione spetta a ogni socio, sia esso in possesso di azioni ordinarie ovvero di azioni di una particolare categoria";

[43] Art 27 della Direttiva delle Comunità Europee n. 78/855 del 9 ottobre 1978 (nel prosieguo Terza Direttiva). "Nel caso di fusione mediante l'incorporazione di una o più società da parte di un'altra società che è titolare del 90% o più, ma non della totalità, delle loro azioni rispettive e degli altri titoli che conferiscono diritto di voto nell'assemblea generale, gli Stati membri possono non imporre l'approvazione della fusione da parte dell'assemblea generale della società incorporante, se sussistono almeno le condizioni seguenti: a) la pubblicità prescritta all'articolo 6 è fatta per la società incorporante almeno un mese prima della data della riunione dell'assemblea generale della o delle società incorporate che deve deliberare sul progetto di fusione; b) ogni azionista della società incorporante ha il diritto di prendere visione, presso la sede sociale di questa società, almeno un mese prima della data indicata alla lettera a), dei documenti specificati all'articolo 11, paragrafo 1, lettere a), b) e c).";

[44] Cfr. M.VENTORUZZO, Freeze-outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals, op.cit., 880.

Inoltre, la Terza Direttiva prescrive che, sia nella fusione ordinaria che in quella semplificata, vengano redatte e poste a disposizione degli azionisti l'accordo di fusione, il resoconto finanziario, e l'opinione favorevole di un esperto indipendente. Tali requisiti sono derogabili soltanto qualora venga offerta, agli azionisti di minoranza della *target*, l'opzione di ricevere denaro in cambio delle loro azioni e, in caso di dissenso, la possibilità di avvalersi del diritto di *appraisal.* Nel caso di specie, tuttavia, a dispetto dell'apparenza, non siamo in presenza di una *cash-out merger*, essendo rimessa alla discrezionalità degli azionisti della *target* la scelta sulla natura corrispettivo da percepire in cambio delle proprie azioni.

L'articolo 24 regola, infine, un'ulteriore ipotesi di fusione semplificata: laddove l'azionista di controllo detenga almeno il novanta per cento di azioni aventi diritto di voto viene infatti meno la necessità di un'approvazione assembleare della incorporata, salvo il diritto di una minoranza qualificata (laddove permanga) di richiedere il procedimento ordinario.

3) Rimedi per gli azionisti dissenzienti

Si consideri *in primis* che, a livello europeo, l'analisi degli strumenti previsti a tutela delle minoranze, presenta profili intrinsecamente problematici, dal momento che la Terza Direttiva si limita ad assicurare uno *standard* minimo di tutela, trasposto dagli stati secondo modalità differenti. Esemplificativo, a tal proposito, è l'aver rimesso totalmente alla legislazione statale il regime sulla responsabilità civile di direttori, *manager* e esperti indipendenti, per violazione dei doveri fiduciari, nel contesto di una fusione. Ne consegue che la facoltà degli azionisti di dimostrare l'eventuale presenza di un conflitto di interessi nell'operazione sia di gran lunga più limitata in Eurofferta pubblica obbligatoria, rispetto agli USA, vista la prevalenza di strutture proprietarie accentrate ed il ruolo svolto dalle *class action*, emblema di un sistema in cui l'azionista di minoranza non incontra la protezione cui avrebbe diritto, con forti disincentivi, tra l'altro, all'utilizzo di rimedi litigiosi[45].

[45] In tal senso, M.VENTORUZZO, Freeze-outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals, cit., 882.

Sostanziali risultano poi le differenze per quel che riguarda l'esercizio del diritto di *appraisal*: nel sistema italiano, infatti, il diritto di recesso non è connaturato al procedimento di fusione, risultando anzi subordinato in tale contesto a modifiche sostanziali tassativamente indicate nel nostro Codice Civile[46]. Si pensi, a titolo esemplificativo, al trasferimento della sede sociale all'estero, al *delisting* di una società, alla modificazione dei diritti patrimoniali e di voto degli azionisti, ovvero alla trasformazione di una società per azioni in società di persone: laddove tali fattispecie abbiano luogo, indirettamente, nel contesto di una fusione, legittimano dunque il socio dissenziente ad esercitare il recesso.

Per quel che concerne poi il criterio di valutazione delle azioni, l'articolo 2437-*quater* del c.c., oltre a distinguere tra società quotate e chiuse, provvede a dettare una modalità di calcolo tassativa. Come si è già avuto modo di sottolineare in precedenza, il criterio non è tuttavia idoneo ad accertare il *fair value* corrente delle azioni, in quanto non tiene in considerazione che, nelle operazioni di *freeze-out*, l'azionista di controllo sfrutta la depressione del mercato al fine di massimizzare il proprio guadagno[47].

Considerato, pertanto, il mancato riconoscimento delle *cash-out mergers,* la protezione degli azionisti di minoranza, nel contesto di una fusione, risulta limitata al diritto di ricevere

[46] L'orientamento italiano trova forte seguito in ambito europeo: a differenza degli Stati Uniti, anche paesi come la Spagna, Francia e Germania, prevedono la possibilità che, nel contesto della fusione, si realizzino eventi che determinino il sorgere del diritto di appraisal, il quale, tuttavia, non risulta connaturato all'operazione in questione.

[47] Articolo 2437-quater. Procedimento di liquidazione:"[1] Gli amministratori offrono in opzione le azioni del socio recedente agli altri soci in proporzione al numero delle azioni possedute. Se vi sono obbligazioni convertibili, il diritto di opzione spetta anche ai possessori di queste, in concorso con i soci, sulla base del rapporto di cambio.- [2] L'offerta di opzione è depositata presso il registro delle imprese entro quindici giorni dalla determinazione definitiva del valore di liquidazione. Per l'esercizio del diritto di opzione deve essere concesso un termine non inferiore a trenta giorni dal deposito dell'offerta.- [3] Coloro che esercitano il diritto di opzione, purché ne facciano contestuale richiesta, hanno diritto di prelazione nell'acquisto delle azioni che siano rimaste non optate.- [4] Qualora i soci non acquistino in tutto o in parte le azioni del recedente, gli amministratori possono collocarle presso terzi; nel caso di azioni quotate in mercati regolamentati, il loro collocamento avviene mediante offerta nei mercati medesimi.- [5] In caso di mancato collocamento ai sensi delle disposizioni dei commi precedenti entro centottanta giorni dalla comunicazione del recesso, le azioni del recedente vengono rimborsate mediante acquisto da parte della società utilizzando riserve disponibili anche in deroga a quanto previsto dal terzo comma dell'articolo 2357.- [6] In assenza di utili e riserve disponibili, deve essere convocata l'assemblea straordinaria per deliberare la riduzione del capitale sociale, ovvero lo scioglimento della società.- [7] Alla deliberazione di riduzione del capitale sociale si applicano le disposizioni del comma secondo, terzo e quarto dell'articolo 2445; ove l'opposizione sia accolta la società si scioglie".

informazioni dettagliate *ex ante* (quali l'opinione favorevole dell'esperto), laddove invece l'accertamento del *fair value* delle azioni, *ex post,* non riceve la tutela cui avrebbe diritto [48].

4) L'offerta obbligatoria

Lo schema del *tender offer freeze-out* trova, invece, ampia applicazione in Eurofferta pubblica obbligatoria, sulla base del disposto dell'art 15 della *Takeover Directive*,: senza dilungarsi su tematiche già trattate nel Capitolo che precede, si cercherà di analizzare brevemente le differenze esistenti con la disciplina americana.

In primis, è indubbio che nel nostro ordinamento l'espulsione forzata della minoranza azionaria prescinda dalla realizzazione di una fusione: il *delisting* della società consegue infatti direttamente all'esercizio del diritto d'acquisto, da parte dell'azionista di controllo. Se è innegabile che l'intera disciplina europea tragga ispirazione da quella americana, l'elemento di novità, rappresentato dall'offerta obbligatoria, permette di distribuire il premio di controllo tra tutti gli azionisti, fornendo altresì alle minoranze uno strumento per uscire dalla compagine azionaria a condizioni vantaggiose, ottenendo infatti il medesimo prezzo di cui all'offerta precedente. Parzialmente diverso è il caso dell'offerta volontaria: trattandosi infatti di uno strumento che garantisce di per sé a tutti gli azionisti la facoltà di vendita, il suo successo si configurerà pertanto quale indicatore attendibile dell'equità del prezzo offerto. Unica eccezione si avrebbe qualora, a seguito di un'offerta volontaria od obbligatoria, l'azionista venga a detenere almeno il novanta per cento delle azioni e non provveda, entro un tempo sufficiente, a ricostruire il flottante necessario ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni.

Viceversa, negli Stati Uniti, l'estromissione forzata delle minoranze e la privatizzazione della società risultano estremamente più semplici, in ragione della previsione di due tecniche di uso comune, vale a dire *the long-form cash-out merger* e *the tender offer* seguita da una *short-form merger:* in entrambi i casi, infatti, la protezione della minoranza non è affidata tanto al riconoscimento dell'intangibilità del diritto di proprietà azionaria,

[48] Cfr. M.VENTORUZZO, Freeze-outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals, cit., 886.

quanto piuttosto alla possibilità di percepire il *fair value* delle azioni, nonché alla facoltà di esercitare il diritto di *appraisal,* ovvero di esperire un'azione di responsabilità contro gli amministratori per violazione dei doveri fiduciari.

Pertanto, sebbene nel sistema europeo il *delisting* successivo ad una fusione per incorporazione possa certamente sollecitare la minoranza a vendere le proprie azioni, l'unico strumento legislativamente previsto ai fini del *freeze-out* è il diritto di acquisto che sorge a seguito del lancio di un'offerta pubblica obbligatoria totalitaria. Se è vero che, anche in tal caso, siamo in presenza di un'acquisizione unilaterale successiva ad un'offerta pubblica di acquisto, è evidente la maggiore flessibilità di una procedura che, non richiedendo una fusione dell'incorporata nell'incorporante, consente alla prima di sopravvivere come società ad azionista unico. A ciò si aggiunga che la percentuale di azioni richieste all'azionista di controllo, per avvalersi dello *squeeze-out,* è di gran lunga più elevata rispetto alla previsione statunitense: sebbene infatti la Direttiva offerta pubblica obbligatoria stabilisca una soglia minima pari al novanta per cento delle azioni con diritto di voto, nella maggior parte degli Stati Membri la percentuale in questione è stata elevata al novantacinque per cento[49].

Per quanto concerne invece il *fair price* del *freeze-out*, la giurisprudenza del Delaware, facendo perno sulla volontà della maggioranza dei soci minoritari, stabilisce, in caso di offerta volontaria, un prezzo maggiore, il quale includa anche il premio di controllo; in ambito europeo, invece, il quadro muta radicalmente, vista la presenza di un istituto altrove sconosciuto, vale a dire l'offerta obbligatoria, secondo cui la forma e l'entità del corrispettivo tendono a rispecchiare integralmente l'offerta precedente. Per quel che riguarda poi il limite temporale entro cui realizzare il *second step*, la legge del Delaware si limita ad indicare la necessità di provvedere rapidamente ("*promptly*") alla fusione semplificata, laddove invece la Direttiva offerta pubblica obbligatoria fissa il termine tassativo di tre mesi dalla conclusione dell'offerta.

Inoltre, se la giurisprudenza del Delaware indica i parametri del *fair deal* e *fair value* quali criteri tassativi da cui dedurre la correttezza dell'operazione,, nel contesto europeo ci si

[49] Cfr. M.VENTORUZZO, Freeze-outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals, op. cit., 971.

limita invece a far riferimento alla violazione dei doveri fiduciari da parte dell'azionista di controllo.

5) L'obbligo di acquisto

L'analisi fin qui svolta conferma che, in linea di principio, le soluzioni regolamentari da adottare per il contemperamento degli opposti e configgenti interessi dell'azionista di controllo e degli azionisti di minoranza dovrebbero favorire operazioni che creino valore per la totalità degli azionisti, (agevolando dunque una distribuzione proporzionale del *surplus*), e che parimenti assicurino, ad entrambe le parti, di dispiegare un analogo potere negoziale (il quale ne riduca al minimo i possibili conflitti di interesse).

Nel tentare di ridurre l'indebita pressione a carico degli azionisti di minoranza, la disciplina dell'obbligo di acquisto, di cui all'art. 108 TUF, n tende proprio a neutralizzare offerte strutturalmente coercitive: si noti tra l'altro la maggior efficacia del meccanismo in questione rispetto all'obbligo, posto invece dalla giurisprudenza del Delaware per chi sia venuto in possesso di più del novanta per cento del capitale, di effettuare tempestivamente una fusione, che assicuri agli azionisti residuali le medesime condizioni di cui all'offerta iniziale. Il requisito in questione, finalizzato ad evitare la citazione in giudizio dell'offerente per dimostrare l'equità del prezzo offerto, seppur indubbiamente in grado di esercitare, *ex ante,* una pressione determinante verso la corresponsione di un corrispettivo identico, non è tuttavia elevato a obbligo di legge. Viceversa, in Italia, l'obbligo di versare un prezzo di medesima forma ed entità, a favore degli azionisti residuali che si vogliano avvalere della facoltà di vendita post-offerta, è espressamente previsto in caso di accumulazione di almeno il novantacinque per cento dei titoli con diritto di voto, a seguito di un'offerta pubblica totalitaria, nonché nell'ipotesi di superamento della più ridotta soglia del novanta per cento.

All'azionista che non abbia aderito all'offerta totalitaria originaria è data poi la facoltà di richiedere, a prescindere dal prezzo iniziale, un corrispettivo in contanti di pari entità, sia pure nelle proporzioni stabilite dalla Consob. Ciò implica che, di fronte al tentativo di *freeze-out* mediante offerta di scambio, all'investitore che non intenda aderire alla prima offerta è data una seconda possibilità di percepire il medesimo corrispettivo, anche in denaro

(caratteristica che può attribuire al medesimo una qualità eventualmente superiore), qualora l'offerta porti al maturare dei presupposti per l'obbligo di acquisto[50].

[50] In tal senso, A. POMELLI, Delisting di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza, cit., 481: Residuano tuttavia forti dubbi circa l'idoneità della disciplina dell'obbligo di acquisto a neutralizzare del tutto la coercizione intrinseca all'offerta promossa dall'azionista di controllo. Qualora, infatti, lo scalatore non dovesse superare la soglia del novanta per cento, gli azionisti residuali sarebbero esposti ad un duplice rischio: da un lato, infatti, un flottante pari o di poco superiore al dieci per cento potrebbe, di fatto, non essere sufficiente né ad assicurare la necessaria liquidità al titolo, né a stimolarne quella copertura da parte della stampa specializzata e degli analisti finanziari, che costituiscono fattori importanti per la salvaguardia di un mercato efficiente. In secondo luogo, anche nel caso in cui l'offerente decidesse di procedere ugualmente ad una fusione con il veicolo utilizzato per l'acquisto, al vincolo della necessaria corresponsione di azioni (in luogo di denaro o altri strumenti negoziati su un mercato regolamentato ammessi in ordinamenti più liberali), si aggiungerebbe la mancanza di garanzie rispetto alla determinazione di un rapporto di cambio che riconosca agli azionisti residuali un premio analogo a quello dell'offerta precedente. La prospettiva dunque di rimanere azionista di minoranza in una società esposta al rischio di una successiva incorporazione in un veicolo non quotato, a condizioni peggiorative rispetto a quelle inizialmente offerte, non può che condizionare coercitivamente la libertà di scelta dell'oblato, portandolo ad aderire all'offerta iniziale.

Capitolo IV

PROFILI DI COSTITUZIONALITA'

1 Prime riflessioni della dottrina e giurisprudenza italiane sulla costituzionalità del diritto di acquisto.

In dottrina, la natura e la legittimità costituzionale del diritto di acquisto sono state oggetto di attenzione soprattutto in occasione dei primi commenti alle norme introdotte dal TUF.

Come verrà più ampiamente analizzato *infra*, le opinioni finora espresse potrebbero essere oggetto della seguente tripartizione: (i) alcuni Autori, nel qualificare il diritto di acquisto, si sono limitati ad avvalersi di termini e concetti genericamente evocativi del fenomeno "espropriativo" (talora descrivendo l'istituto come un'ipotesi di "esproprio di natura privatistica") [51] ; (ii) altri invece, affrontando più apertamente il tema della costituzionalità del diritto di acquisto, ne hanno variamente contestato la legittimità[52]; (iii) altri Autori infine lo hanno espressamente ritenuto costituzionalmente legittimo[53].

---

[51] Qualificato (condivisibilmente, come si vedrà nel prosieguo del presente capitolo) il diritto ex art. 111 TUF come diritto potestativo d'acquisto, lo descrive poi come una «sorta di espropriazione forzata a vantaggio dell'offerente» M. LISANTI, L'abrogazione della l. n. 149/1992 fra il testo unico della finanza e la prossima direttiva Ue sulle Opa, in Corr. Giur., 1998, p. 477, testo e nota 192. Entrambi i concetti, immutati, sono ripresi da L. PICONE, Le offerte pubbliche di acquisto, Milano, 1999, p. 262 e 267. L'istituto in esame è una «sorta di esproprio» anche per E. DESANA, Art. 111, in La legge Draghi e le società quotate in borsa. Commentario diretto da G. Cottino, Torino, 1999, p. 70-71. In termini di «"esproprio"» si è pronunciato, sempre incidentalmente, anche R. COSTI, Il mercato mobiliare, Torino, 2000, p. 99. Prima dell'introduzione sia del retrait obligatoire nella disciplina francese delle o.p.a. sia del diritto di acquisto nella disciplina italiana, WEIGMANN, Le offerte pubbliche di acquisto, cit., p. 440, testo e nota 89, ha segnalato che proprio «l'aura sacra che in [in Francia] circonda il diritto di proprietà» aveva in passato «indotto a respingere i suggerimenti a favore di un diritto di riscatto delle azioni altrui da parte dell'azionista quasi totalitario, per il timore di introdurre altrimenti nell'ordinamento una insolita figura di expropriation pour cause d'utilité privée». Lo stesso A., in ID., La nuova disciplina delle OPA, in La riforma delle società quotate. Atti del convegno di studio S. Margherita Ligure 13-14 giugno 1998, Milano, 1998, p. 208, osserva in commento all'istituto che «in omaggio all'interesse dell'impresa, ormai conglobata in un gruppo, si superano i timori di permettere un'espropriazione privata delle azioni di minoranza a favore del socio di controllo».

[52] Secondo ANELLO - RIZZINI BISINELLI, D. Lgs. 58/98, cit., p. 549, l'istituto «di fatto rappresenta un'ipotesi espropriazione forzata». Gli A. ritengono che «la norma possa trovare difficoltà di coesistenza con l'art. 42 e l'art. 3 della Costituzione». Tale opinione viene espressamente ripresa da FALCONE - ROTONDO - SCIPIONE, Le offerte pubbliche di acquisto, cit., p. p. 194, i quali sembrano anche condividerla. Dubita della legittimità costituzionale dell'istituto anche SALANITRO, Società per azioni, cit., p. 123. Riflessioni più

Occorre preliminarmente affrontare i temi della natura e della qualificazione costituzionale dell'istituto, dapprima in un'ottica esclusivamente "proprietaria" e, successivamente, in una prospettiva che tenga invece conto dell'esistenza di rapporti giuridici di fonte "contrattuale", o più specificamente "societaria", fra il soggetto che esercita il diritto di acquisto e i soggetti che lo subiscono.

Per entrambe le prospettive adottate si individuerà il parametro costituzionale rilevante per la valutazione della legittimità dell'istituto.

2 Natura e qualificazione costituzionale del diritto di acquisto nella prospettiva "proprietaria"

Al fine di qualificare correttamente l'istituto del diritto di acquisto alla luce delle norme costituzionali in materia di "proprietaria", può essere utile avvalersi della terminologia

---

articolate sono svolte da SANTORO, Commento, cit., p. 1240-1242, per il quale «non vi è dubbio che il diritto di acquisto previsto dall'art. 111 T.U.F.» debba essere considerato «una ipotesi di vera e propria espropriazione del diritto di proprietà, cui è applicabile [..] il terzo comma dell'art. 42, della Costituzione». L'A. rileva che tale disposizione «intende fissare una tutela minima ed imprescindibile alla proprietà privata, applicabile tanto ai rapporti tra pubblico e privato, quanto ai rapporti tra privati. Se di questo si tratta, allora la norma di cui all'art. 111 T.U.F. sarà costituzionalmente legittima solo se l'espropriazione – così come sancito dall'art. 42 della Costituzione – apparirà supportata da motivi d'interesse generale e se al soggetto espropriato sarà riconosciuto un indennizzo per l'utilità perduta. [..]. Quello che sembra difettare è il presupposto fondamentale stabilito dall'art. 42, terzo comma, della Costituzione, cioè l'esistenza dei motivi d'interesse generale». Le critiche che si possono muovere al ragionamento proposto da tale dottrina verranno illustrate nel prosieguo del presente capitolo.

[53] Secondo F. GUARRACINO, Art. 111, nel Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Padova, 1998, p. 1040 ss., l'istituto «realizza senz'altro una funzione ablatoria, ma non è inquadrabile nelle categorie del diritto pubblico – ed in particolare nella figura dell'espropriazione – poiché [..] non vengono qui in rilievo interessi pubblicistici, né soggetti pubblici, e, dunque, neppure trovano diretto rilievo le norme (ed i limiti) degli art. 42, co.3 e 43 della Costituzione». Ci si muove per tale A. nel diverso campo delle «espropriazioni da privato a privato» (p. 1041). Un passo ulteriore è compiuto nell'articolata analisi di VENTORUZZO, Art. 111, cit., p. 475-6, il quale, dopo aver qualificato la norma istitutiva del diritto di acquisto come «una particolare regola di diritto societario prevista dalla legge, che vincola i soci; ossia un'opzione ex lege che non deve necessariamente essere ricondotta ad altri istituti», non solo esclude che l'istituto integri un'ipotesi di espropriazione ai sensi del terzo comma dell'art. 42 della Costituzione, ma lo qualifica anche in positivo come tipico «limite conformativo» del diritto di proprietà, ai sensi del secondo comma del medesimo art. 42, e ne ritiene sussistente la necessaria «funzione sociale». Nel senso della costituzionalità dell'istituto sembra decisamente orientato anche WEIGMANN, Offerte pubbliche di acquisto (OPA), cit., p. 15 e 16 in fine.

e dei concetti propri di una classica teoria, quella dei "trasferimenti coattivi", formulata negli anni '40 da Salvatore Pugliatti[54].

Tale dottrina riteneva che «*genericamente può definirsi trasferimento coattivo ogni trasferimento di diritti che si effettui senza la determinazione né la partecipazione del titolare di essi o di un suo rappresentante*». Al riguardo Pugliatti sottolineava che «*la nozione generica [..] è anzitutto negativa, e questo primo aspetto diviene caratteristico quando di consideri che normalmente il trasferimento del diritto avviene (anzi non può che avvenire) per volontà del titolare del diritto*»[55].

Considerato inoltre che nel fenomeno dei trasferimenti non volontari dei diritti si registra sempre un conflitto fra due fondamentali interessi – da un lato quello del titolare attuale del diritto, interessato alla conservazione dello stesso; dall'altro quello di un diverso soggetto, pubblico o privato, portatore dell'opposto interesse al trasferimento –, Pugliatti chiariva che, per procedere alla composizione del conflitto, il sistema giuridico ha a disposizione due modalità di intervento alternative.

In primis, la paralisi o «priva[zione] di ogni efficienza giuridica»[56] della volontà del titolare del diritto può ottenersi attribuendo *ex lege* (dunque in via preventiva, generale e astratta) al soggetto privato interessato al trasferimento la facoltà di modificare la sfera

---

[54] Riferimenti alla teoria di seguito accolta nel testo risultano già presenti, sebbene solo accennati, nel commento di GUARRACINO, Art. 111, cit., p. 1041.

[55] S. PUGLIATTI, Trasferimenti coattivi, in Nuovo Digesto italiano, 1940, p. 302. La teoria dei trasferimenti coattivi di Salvatore Pugliatti è andata progressivamente perfezionandosi attraverso i seguenti scritti: ID., L'atto di disposizione e il trasferimento dei diritti, in Annali dell'Istituto di scienze giuridiche, economiche, politiche e sociali della Reale Università di Messina, 1927, 165-194; ID., Introduzione ad una teoria dei trasferimenti coattivi, in Annali, Messina, 1931, p. 43-214; ID., Il momento del trapasso del diritto nei trasferimenti coattivi, in Foro It., 1933, I, c. 1240 ss.; ID., Esecuzione forzata e diritto sostanziale, Milano, 1935; ID., Trasferimenti coattivi, cit., p. 301 ss..Per una disamina sull'accostamento alla categoria dei "beni in senso giuridico", cfr. M.MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Giuffrè, Milano, 2010, p.9, nota 23.

[56] PUGLIATTI, Trasferimenti coattivi, cit., p. 302. [56] S. PUGLIATTI, Trasferimenti coattivi, in Nuovo Digesto italiano, 1940, p. 302. La teoria dei trasferimenti coattivi di Salvatore Pugliatti è andata progressivamente perfezionandosi attraverso i seguenti scritti: ID., L'atto di disposizione e il trasferimento dei diritti, in Annali dell'Istituto di scienze giuridiche, economiche, politiche e sociali della Reale Università di Messina, 1927, 165-194; ID., Introduzione ad una teoria dei trasferimenti coattivi, in Annali, Messina, 1931, p. 43-214; ID., Il momento del trapasso del diritto nei trasferimenti coattivi, in Foro It., 1933, I, c. 1240 ss.; ID., Esecuzione forzata e diritto sostanziale, Milano, 1935; ID., Trasferimenti coattivi, cit., p. 301 ss..

[56] PUGLIATTI, Trasferimenti coattivi, cit., p. 302.

giuridica del titolare attuale del diritto. Tale facoltà costituisce, in termini più precisi, una situazione giuridica soggettiva attiva, definita diritto potestativo. In tal caso, il trapasso del diritto integra un'ipotesi di trasferimento potestativo e può essere attuato in via diretta dal soggetto interessato mediante singolari e concreti atti di esercizio del proprio preesistente diritto potestativo[57].

Peraltro, l'ordinamento può scegliere anche di attribuire per legge a un organo dello Stato – sia esso la P.A. o l'A.G. – il compito di operare il trasferimento del diritto. Una volta che sia investito del relativo potere-dovere[58], l'organo in questione disporrà il trapasso con provvedimenti a carattere singolare, vuoi esercitando, ove ne sia stato dotato in sede di investitura, un vario grado di discrezionalità (ossia mediante selezione, di volta in volta, degli interessi pubblici o privati da far prevalere[59]). Si parlerà, in tali casi, di trasferimento coattivo.

---

[57] «[..] L'ordine giuridico considera in dati casi prevalente l'interesse del titolare del diritto potestativo rispetto a quello del titolare del diritto oggetto del trasferimento. Tale prevalenza viene assicurata privando di efficienza, almeno in date direzioni, la volontà del titolare del diritto. Mentre nell'ipotesi di trasferimento coattivo si attribuisce all'organo pubblico il potere-dovere di trasferire il diritto, nel caso di trasferimento potestativo è lo stesso soggetto (pubblico o privato), titolare del diritto potestativo, che attua da solo il trapasso. Si riconosce così che l'interesse di quest'ultimo è prevalente rispetto a quello del titolare del bene e gli si attribuisce la possibilità di realizzare da sé tale interesse, senza intervento dell'organo pubblico» (SILVESTRI, Trasferimenti coattivi, cit. p. 983).

[58] Di potere-dovere si deve correttamente parlare per indicare la tipica situazione giuridica riscontrabile in capo al soggetto attivo nell'ambito di un trasferimento coattivo, situazione alla quale fa normalmente riscontro in capo al soggetto passivo un corrispondente interesse legittimo (di carattere c.d. "oppositivo"): «il trasferimento coattivo si attua a mezzo di un atto giuridico, che dal negozio differisce perché costituisce estrinsecazione di un'attività semivincolata, poiché se l'esercizio del potere di trasferire concesso all'organo pubblico dalla legge come proprio è, in sé, estrinsecazione di attività libera, se si consideri l'organo nel rapporto con lo Stato, l'attività è dovuta, e quindi vincolata: il potere in senso tecnico, implica necessariamente l'idea del dovere» (PUGLIATTI, Trasferimenti coattivi, cit., p. 303). Di diritto soggettivo, ovvero di estrinsecazione di attività tipicamente libera, si dovrà invece parlare con riguardo al diritto potestativo, il cui esercizio dà vita di volta in volta a un trasferimento potestativo.

[59] Nel pensiero di Pugliatti l'accurata esemplificazione tratta dai più disparati ambiti del diritto positivo gioca un ruolo fondamentale. Anche a ciò si deve l'importanza della teoria dell'Autore, saldamente ancorata alla puntuale osservazione e spiegazione dell'operare concreto delle situazioni giuridiche soggettive create dalle norme: «[..] [l]o schema del trasferimento coattivo si presta, innanzitutto, alla sistemazione di un complesso che era sempre apparso eterogeneo di figure che si attingono ai campi più disparati della legislazione generale e speciale» (PUGLIATTI, Trasferimenti coattivi, cit., p. 311). Secondo Pugliatti le tipologie principali di trasferimenti coattivi osservabili nella realtà giuridica sono quattro: (i) le espropriazioni per causa di pubblica utilità (nelle quali si registra un significativo esercizio di poteri discrezionali da parte di organi pubblici); (ii) le vendite per iniziativa o per autorità del creditore; (iii) i trasferimenti connessi all'esecuzione forzata sui beni del debitore; (iv) i trasferimenti coattivi nell'interesse privato. Tratto comune a tutte e quattro le tipologie di trasferimenti è che il trapasso del diritto viene sempre attuato ad opera di un organo pubblico.

Se si volesse sinteticamente isolare i tratti distintivi di tale figura, si dovrebbe anzitutto notare che, affinché possa dirsi integrata un'ipotesi di trasferimento coattivo, occorre sempre l'intervento di un organo pubblico. Inoltre va detto che tale intervento, pur necessario, non è tuttavia sempre sufficiente, potendo ben darsi casi in cui il trapasso del diritto sia operato da un organo pubblico nel mero esercizio di un suo preesistente diritto potestativo[60], e non già di un «potere in senso tecnico»[61]. Peraltro, come si anticipava, non occorre che il potere attribuito all'organo pubblico sia anche di natura discrezionale. Perché si possa parlare di trasferimento coattivo, è determinante infatti esclusivamente la circostanza che il trasferimento del diritto sia effetto giuridico riconducibile in via esclusiva, immediata e diretta al singolo atto di esercizio del potere conferito all'organo pubblico, amministrativo o giurisdizionale che sia (o eventualmente anche al soggetto privato che fosse eccezionalmente investito di potestà pubblicistiche). Secondo Pugliatti, «il trasferimento coattivo, nella sua forma pura, presuppone l'inesistenza di un qualsiasi diritto o *titulus adquirendi*, ed è unicamente effetto dell'esercizio di un potere attribuito dalla legge all'organo pubblico»[62].

---

[60] Pertanto, benché disposto da un organo pubblico, «non rientra nel novero dei trasferimenti coattivi il riscatto delle concessioni amministrative. Come è noto l'atto di riscatto comporta non solo la cessazione del rapporto di concessione, ma anche il trasferimento dei beni organizzati dai privati per l'esercizio della concessione (beni immobili, materiali mobili, singoli rapporti, ecc.)» (SILVESTRI, Trasferimenti coattivi, cit., p. 306; in questo senso anche ID., Riscatto (diritto amministrativo), nell'Enciclopedia del diritto, Giuffrè, Milano, Vol. XL, 1989, p. 1124). «[..] In tutti questi casi la pubblica amministrazione acquista mediante l'esercizio del preesistente diritto di riscatto, che nasce in una colla concessione. Non si ha dunque un vero trasferimento coattivo, ma piuttosto un'appropriazione, legittimata da un diritto preesistente. Ciò spiega perché gli scrittori propendono a distinguere il riscatto dalla espropriazione [..]. [..] Nel riscatto abbiamo la fine di un rapporto giuridico che porta in sé il germe della propria morte e [..] l'estinzione della facoltà derivante dalla concessione è l'effetto di una causa intrinseca ad essa. Il trasferimento coattivo, invece, è il risultato della pressione di una causa esterna [..]» (così PUGLIATTI, Trasferimenti coattivi, cit., p. 306, riproponendo alcune efficaci espressioni già di RANELLETTI, Facoltà create dalle autorizzazioni e concessioni amministrative, in Riv. ital. per le sc. giur., 1895-6, III, n. 35).

[61] Così, letteralmente, PUGLIATTI, Trasferimenti coattivi, cit., p. 303.

[62] PUGLIATTI, Trasferimenti coattivi, cit., p. 304.

Una volta delineati i contorni delle opposte figure del trasferimento coattivo e del trasferimento potestativo, dovrebbe allora considerarsi che la fattispecie contemplata dall'art. 111 TUF integra un'ipotesi di trasferimento potestativo e non coattivo[63]: nella particolare vicenda traslativa descritta in tale articolo il passaggio della proprietà azionaria dai soci di minoranza al socio quasi totalitario non è disposto da alcun organo pubblico e ha luogo in virtù di un *titulus adquirendi*, di fonte legale e di contenuto specifico[64], preesistente all'atto singolare e concreto con il quale l'azionista quasi totalitario diviene titolare delle azioni residue.

Assumendo la natura potestativa, non già coattiva, della particolare ipotesi di trasferimento involontario della proprietà azionaria che risulta integrata dall'esercizio del diritto di acquisto ex art. 111 TUF, per giungere a una prima conclusione in merito alla corretta qualificazione di tale istituto alla luce delle norme costituzionali occorre svolgere alcune considerazioni di carattere preliminare circa l'ambito di applicazione dell'art. 42, terzo comma, della Costituzione. Tale disposizione – per la quale «la proprietà privata può essere, nei casi previsti dalla legge, e salvo indennizzo, espropriata per motivi d'interesse generale» – è infatti quella che risulta prevalentemente invocata in letteratura per sostenere, o talora solo paventare, l'incostituzionalità della norma istitutiva del diritto di acquisto.

Si noti che il citato disposto del terzo comma dell'art. 42 della Costituzione non sembra riferibile ai trasferimenti potestativi, bensì, nell'ambito dei trasferimenti involontari dei diritti, ai soli coattivi. Per i primi infatti pare più corretto ritenere rilevante la sola previsione del secondo comma del medesimo art. 42, ai sensi del quale «*la proprietà privata è riconosciuta e garantita dalla legge, che ne determina i modi di acquisto, di godimento e i limiti allo scopo di assicurarne la funzione sociale e di renderla accessibile a tutti*».

[63] Cfr. in tal senso GUARRACINO, Art. 111, cit., p. 1041.

[64] Il *titulus adquirendi* ha un contenuto "specifico" poiché (quanto meno nelle intenzioni dei redattori del primo comma dell'art. 111 TUF) vengono predeterminati dalla legge sia i presupposti sia l'oggetto del diritto di acquisto. Sulla rilevanza della specificità del titulus e sulla necessità che ad esso corrispondano esattamente gli effetti dell'atto di esercizio del diritto, affinché possa dirsi integrata un'ipotesi di trasferimento potestativo.

Va considerato inoltre che il tema della delimitazione dei rispettivi ambiti di applicazione del secondo e terzo comma dell'art. 42 della Costituzione è fra i più delicati del nostro diritto costituzionale, come confermano la complessiva evoluzione e le oscillazioni che hanno caratterizzato nel tempo la giurisprudenza della Corte Costituzionale in materia. Esso merita pertanto un breve approfondimento nei limiti consentiti dalla natura della presente trattazione.

Autorevole dottrina ha efficacemente illustrato il criterio oggi generalmente accolto per distinguere gli ambiti di applicazione del secondo e terzo comma dell'articolo in esame, osservando che nella nozione di espropriazione di cui all'art. 42, terzo comma, della Costituzione «*rientrano tutti i casi in cui taluno sia privato a titolo particolare, per motivi di interesse pubblico, di una utilità riconosciuta e garantita dall'ordinamento, in via di principio, alla generalità di coloro che dispongano di diritti reali appartenenti alla categoria di cui trattasi, e la sacrificabilità dei quali senza indennizzo nei singoli casi non inerisca essenzialmente – secondo il regime giuridico della categoria di diritti cui quello in questione appartiene – alla essenza propria del diritto di cui trattasi, quale risulta configurato dalla legislazione, in base al potere a questa riconosciuto dall'art. 42, 2° comma, della Costituzione, oppure da disposizioni dell'autorità amministrativa cui il relativo potere sia stato conferito da norme legislative sufficientemente specifiche*»[65].

Va rilevato, prima di chiarire come il criterio appena riportato sia andato progressivamente affermandosi nella giurisprudenza della nostra Corte Costituzionale, che fra tale criterio distintivo (che, come si è visto, pone l'accento sulla generalità e astrattezza dell'intervento legislativo regolatore della proprietà e, per contro, sulla particolarità e concretezza dell'intervento ablativo contemplato dal terzo comma dell'articolo in esame) e il criterio al quale si è già fatto ricorso *infra* per distinguere la fattispecie del trasferimento coattivo da quella del trasferimento potestativo, sussiste un'evidente analogia.

Si noti dunque che la figura del trasferimento potestativo, nella quale la circolazione forzosa del diritto trova origine in un preesistente *titulus adquirendi* che ha la propria fonte

[65] Così SANDULLI, Diritto amministrativo, cit., p. 806. Nello stesso senso, fra gli altri, PALADIN, Diritto costituzionale, Padova, 1991, p. 690, secondo cui «occorr[e] distinguere fra i limiti imposti a titolo individuale, che valgono a sottrarre il godimento di un bene determinato al suo titolare; e quelli che attengono in modo obiettivo, con riferimento alla generalità dei proprietari, al regime di intere categorie di beni».

nella legge, sembra più correttamente inscrivibile nell'ambito dell'intervento regolatore generale e astratto da parte dei pubblici poteri in materia proprietaria, piuttosto che nell'ambito dell'intervento ablatorio, a carattere particolare, di cui al terzo comma dell'art. 42.

Il criterio distintivo sopra richiamato può considerarsi il risultato di un'evoluzione nella giurisprudenza e dottrina costituzionali a partire dalla seconda metà degli anni sessanta[66]. In precedenza prevaleva generalmente un criterio "complesso", per il quale l'attività meramente "conformativa" del diritto di proprietà a opera dei pubblici poteri (ricadente nel dominio del secondo comma dell'art. 42) si caratterizzava, oltre che (i) per la sua generale incidenza su categorie omogenee di beni, anche e soprattutto (ii) per l'assenza di un formale profilo privativo/acquisitivo. Nell'intervento meramente "conformativo" del diritto di proprietà non si registrava cioè alcun trasferimento della titolarità giuridico-formale del diritto dal privato cittadino alla p.a. (o anche direttamente ad altro privato cittadino). Per contro, gli atti ablatori o espropriativi ricadenti nel dominio del terzo comma dell'articolo in esame, oltre che investire singoli beni (e non la generalità dei beni) di una data categoria, dovevano presentare anche il suddetto profilo formale privativo/acquisitivo[67].

A differenza del suddetto criterio, prevalente prima della cennata evoluzione nella giurisprudenza della Corte, quello dapprima illustrato con le parole di Sandulli si caratterizza pertanto come criterio "minimo", in quanto la distinzione fra gli ambiti di applicazione del secondo e terzo comma dell'art. 42 della Costituzione sarebbe tutta e solo incentrata sulla generalità e astrattezza dell'intervento "conformativo" dei pubblici poteri e, per contro, sulla

---

[66] Sulla mobilità del confine fra gli ambiti di applicazione del secondo e terzo comma dell'art. 42 della Costituzione, segnala in generale G. PALMA, I procedimenti ablatori, nel Trattato di diritto privato, diretto da P. Rescigno, Vol. 7 - Proprietà, Tomo I, 1982, Torino, p. 260, che «*per la logica interna all'art. 42 della Costituzione, la valenza operativa del III comma finisc[e] per trovarsi inversamente proporzionale – a dir così – con quella dei primi due commi; di modo che quanto più si è disposti a svalutare la valenza operativa dei primi due commi dell'art. 42 (come parte della dottrina ha fatto specialmente in passato), tanto più si è costretti ad attribuire una sorta di (ingiustificato) plusvalore all'ambito operativo dell'istituto ablatorio; e così viceversa. Prova ne sia che quanto più si è consolidata la coscienza dell'ampia energia potenziale, sprigionata specialmente dal II comma dell'articolo in esame, in direzione del (nuovo) regime di appartenenza dei beni in funzione degli interessi sociali, tanto più si è ricorso ad azionare il disposto del terzo comma a mo' di suppletivo congegno garantistico, chiamato a fungere da elemento condizionante della suddetta potenziale operatività*».

[67] Per un cenno v. anche R. GALLI, Corso di diritto amministrativo, Milano, 1996, p. 603.

particolarità e concretezza di quello "espropriativo", senza più alcun decisivo riferimento al dato del trasferimento della titolarità giuridico-formale del diritto da un soggetto a un altro dell'ordinamento.

Il risultato pratico cui l'evoluzione storica in discorso ha mirato è stato quello di attrarre nell'ambito di applicazione del più "severo" terzo comma dell'art. 42 anche il fenomeno delle c.d. espropriazioni "larvate" o "limitazioni espropriative".

Altra autorevole dottrina ha chiarito il senso e lo scopo di tale evoluzione, rilevando che «*muovendo dalla consapevolezza, lentamente maturata, che il 2° comma, per la realizzazione della funzione sociale e dell'accessibilità a tutti della proprietà privata, attribuisce al legislatore l'ampia facoltà di adottare misure autoritative volte a ridurre, a contenere ed a vincolare l'utilizzazione della res, si è convenuto allora sulla necessità di allargare la sfera d'azione dell'istituto espropriativo, in modo che l'obbligo dell'indennizzo, che quest'ultimo strutturalmente implica, venga tendenzialmente esteso non soltanto alle (tradizionali) ipotesi di trasferimento (della titolarità giuridico-formale) del diritto, ma anche ad ogni ipotesi di perdita effettiva, subita dal proprietario, del godimento della propria res, vale a dire a tutti quei vincoli che recano alla res colpita grave diminuzione della sua funzione naturale e del suo valore economico*»[68].

Invertendo parzialmente il proprio tradizionale orientamento[69], la Corte ha stabilito che «*la logica del sistema impone di considerare che la violazione della garanzia si avrebbe*

[68] Cfr. PALMA, I procedimenti ablatori, cit., p. 261.

[69] La rottura risulta evidente sia in rapporto al valore letterale e sistematico dei primi tre commi dell'art. 42, della Costituzione, sia con l'interpretazione che degli stessi aveva fino a quel momento dato la Corte, secondo la quale l'espropriazione di cui al terzo comma era sempre stata rappresentata dal trasferimento autoritativo di un bene da un soggetto a un altro (cfr. C. della Costituzione, 8 luglio 1957, n. 118, in Giur. della Costituzione, 1957, p. 1067). Più recentemente, anche per PALMA, I procedimenti ablatori, cit., p. 277, l'ipotesi di cui al terzo comma «consiste pur sempre in un intervento modificativo del profilo soggettivo dell'appartenenza, vale a dire nel trasferimento coattivo del diritto di proprietà o di altro diritto sul bene da uno all'altro titolare (c.d. effetto privativo-acquisitivo)». Il mutato orientamento della Corte, del resto, non è andato esente da critiche in dottrina: v. M.S. GIANNINI, Basi costituzionali della proprietà privata, in Pol. dir., 1971, p. 477 ss., nonché ID., Diritto amministrativo, cit., p. 727, ove si legge tra l'altro che «la questione delle espropriazioni anomale larvate è scientificamente inesistente»; critico anche U. NATOLI, La proprietà, Milano, 1976, p. 53 ss., per il quale «l'espropriazione, alla quale fa riferimento l'articolo 42, II comma, della Costituzione, si esaurisce in un trasferimento coattivo del diritto di proprietà dal privato titolare ad un altro soggetto»; e v. anche D. SORACE,

non soltanto nei casi in cui fosse posta in essere una traslazione totale o parziale del diritto, ma anche nei casi in cui, pur restando intatta la titolarità, il diritto di proprietà venisse annullato o menomato senza indennizzo [..]». Allo stesso tempo, tuttavia, la Corte ha confermato che *«[..] la legge può non disporre indennizzi quando i modi ed i limiti che essa segna, nell'ambito della garanzia accordata dalla Costituzione, attengano al regime di appartenenza o ai modi di godimento dei beni in generale o di intere categorie di beni [..]; sempre che la legge sia destinata alla generalità dei soggetti i cui beni si trovino nelle accennate situazioni, salva la possibilità di accertare con singoli atti amministrativi l'esistenza di tali situazioni rispetto a singoli soggetti ed a singoli beni. Per questo può anche dirsi che le imposizioni devono avere carattere obiettivo, nel senso che devono scaturire da disposizioni che imprimano, per così dire, un certo carattere a determinate categorie di beni, identificabili a priori per caratteristiche intrinseche*»[70].

---

voce "Espropriazione per pubblica utilità", nel Digesto. Discipline pubblicistiche, 4° ediz., Torino, 1991, vol. VI, p. 203; di contrario avviso invece, più recentemente, U. MATTEI, La proprietà, in I diritti reali-I, nel Trattato di diritto civile diretto da Rodolfo Sacco, Torino, 2001, p. 451, ad avviso del quale «la Corte sembra essersi messa finalmente sulla strada dell'esperienza statunitense e germanica, superando atteggiamenti formalistici incompatibili con la materia in esame».

[70] C. della Costituzione, sent. 20 gennaio 1966, n. 6, in Giur. della Costituzione, 1966, p. 90. La Corte così prosegue: «se le imposizioni non abbiano questo carattere generale ed obiettivo, in quanto comportino un sacrificio per singoli soggetti o gruppi di soggetti rispetto a beni che non si trovino nelle condizioni su indicate, allora sorge il problema dell'indennizzabilità. In questi casi può dirsi che si ha espropriazione quando il godimento del bene (nel senso di utilizzazione e di disposizione) sia in tutto o in parte sottratto al titolare del diritto, essendo senza decisiva importanza il fatto che titolare ne resti o no il proprietario. Né ha importanza il fatto che il sacrificio sia imposto direttamente dalla legge o con atto amministrativo in base alla legge, perché non è la forma dell'atto di imposizione quella che dà all'atto stesso la sua caratteristica come atto di espropriazione. È, pertanto, da considerarsi come di carattere espropriativo anche l'atto che, pur non disponendo una traslazione totale o parziale di diritti, imponga limitazioni tali da svuotare di contenuto il diritto di proprietà incidendo sul godimento del bene tanto profondamente da renderlo inutilizzabile in rapporto alla destinazione inerente alla natura del bene stesso o determinando il venir meno o una penetrante incisione del suo valore di scambio». Tale pronuncia rappresenta il leading case in tema di limitazioni così dette espropriative, per distinguerle da quelle semplicemente conformative del diritto di proprietà, soggette ai meno incisivi limiti di cui al secondo comma dell'art. 42, della Costituzione. Nel caso di specie veniva rilevata l'illegittimità costituzionale dell'art. 3, secondo comma, della l. 20 dicembre 1932, n. 1849 relativa all'imposizione di servitù militari e altro genere di restrizioni alla proprietà immobiliare, il quale non prevedeva alcun obbligo di indennizzo per limitazioni che, in definitiva, la Corte riteneva sprovviste di carattere generale ed obbiettivo, in quanto da disporsi con atti amministrativi, pur previsti dalla legge e tuttavia improntati a criteri di larga discrezionalità.

Ha dunque progressivamente perso capacità distintiva, nell'ambito dell'evoluzione qui descritta, il dato della necessaria presenza, affinché possa dirsi integrata un'ipotesi ricadente nell'ambito dell'art. 42, terzo comma, della Costituzione, di un momento formalmente privativo/acquisitivo, mentre è rimasta ferma la necessità che l'incisione (di qualsivoglia entità e natura) della sfera proprietaria avvenga a titolo particolare e non possa considerarsi connaturata alla generalità dei beni di una data categoria.

Peraltro, la natura particolare, e non generale, dell'intervento dei pubblici poteri in materia proprietaria è risultata decisiva a fondare l'applicazione del più "severo" regime costituzionale di cui al terzo comma dell'art. 42 non solo in relazione a interventi integranti meri «limiti» alle facoltà di godimento della res, ma anche in relazione a interventi di natura formalmente traslativa. In una successiva occasione, ad es., i giudici costituzionali – richiamandosi espressamente al principio inaugurato con la pronuncia sopra richiamata – hanno ritenuto, a proposito del potere statale di avocare alla mano pubblica ex art. 45 r.d. 29 luglio 1927 n. 1443 le cave affioranti nel terreno del privato proprietario che non ne curasse la coltivazione, che nella struttura del diritto di quest'ultimo sui beni in questione si inseriscono limiti che «*lo caratterizzano nella loro giuridica essenza, cosicché la possibilità di avocare alla mano pubblica la singola cava quando il proprietario del fondo non la utilizza nell'interesse generale è sviluppo naturale e normale del rapporto da cui il diritto del privato trae origine, e non induce acquisizione di un valore da parte dello stato né implica obbligo di un indennizzo*»[71], in quanto detta sottrazione «svolge il limite connesso al regime di quei beni come categoria» e pertanto «*esula dal tenore del terzo comma dell'art. 42, della Costituzione*»[72].

[71] Tale efficace sintesi della *ratio decidendi* della seconda pronuncia (sent. 9 marzo 1967 n. 20, cit., di rigetto, a differenza di quella inaugurale del '66) resa dalla Corte sul tema della distinzione tra limitazioni espropriative e conformative, è letteralmente rinvenibile nella motivazione in diritto della successiva sent. 29 maggio 1968, n. 56, cit., p. 896, anch'essa di rigetto.

[72] C. della Costituzione, sent. 9 marzo 1967 n. 20, cit., c. 1136. Altro esempio di pronuncia di rigetto è rappresentato dalla sent. 29 maggio 1968, n. 56, p. 895, nella quale la Corte rileva che «i beni immobili qualificati di bellezza naturale hanno valore paesistico per una circostanza che dipende dalla loro localizzazione e dalla loro inserzione in un complesso che ha in modo coessenziale le qualità indicate dalla legge. Costituiscono cioè una categoria che originariamente è d'interesse pubblico, e l'amministrazione, operando nei modi descritti dalla legge rispetto ai beni che la compongono, non ne modifica la situazione preesistente, ma acclara la corrispondenza delle sue qualità alla prescrizione normativa. [..]. L'atto amministrativo svolge, vale a dire, una funzione che è correlativa ai caratteri propri dei beni naturalmente paesistici e perciò non è accostabile a un atto

Individuato dunque il criterio idoneo a distinguere i rispettivi ambiti di applicazione del secondo e del terzo comma dell'art. 42 della Costituzione si può pertanto ritenere che la previsione di cui all'art. 111 TUF sfugge all'applicazione dell'art. 42, terzo comma.

Il diritto di acquisto previsto dalla regolamentazione delle società quotate presenta, secondo la classica teoria *infra* richiamata, natura evidentemente potestativa: il trasferimento forzoso della proprietà azionaria a favore dell'azionista di controllo avviene cioè in virtù di un preesistente *titulus adquirendi* che la legge ha introdotto, al ricorrere di determinate condizioni, con generale e astratto riguardo a una categoria omogenea di beni (rappresentata dalle azioni con diritto di voto emesse da società di diritto italiano aventi azioni ordinarie quotate in mercati regolamentati italiani.

Alla luce di queste sue caratteristiche tale intervento legislativo andrebbe correttamente valutato ai sensi del secondo comma dell'art. 42 della Costituzione.

Una volta stabilita la generica rilevanza del secondo comma dell'art. 42 della Costituzione per giudicare della costituzionalità dell'istituto disciplinato dall'art. 111 TUF, occorre ancora precisare a quale tipo di intervento regolatore, fra quelli previsti dalla norma costituzionale in esame (ai sensi della quale la legge «determina i modi di acquisto, di godimento e i limiti» alla proprietà privata), vada ricondotta la norma istitutiva del diritto di acquisto.

L'istituto in esame sembra integrare, a ben vedere, un modo di acquisto della proprietà, più che un mero limite alla stessa[73].

---

espropriativo: non pone in moto, vale a dire, la garanzia di indennizzo apprestata dall'art. 42, III comma, della Costituzione. [..]. Nell'ipotesi di vincolo paesistico su beni che hanno il carattere di bellezza naturale» - e a differenza dei beni immobili ordinariamente sprovvisti di tale carattere – «[..] l'amministrazione può anche proibire in modo assoluto di edificare [..]. Ma, in tal caso, essa non comprime il diritto sull'area, perché questo diritto è nato con il corrispondente limite e con quel limite vive; né aggiunge al bene qualità di pubblico interesse non indicate dalla sua indole ed acquistate per la sola forza di un atto amministrativo discrezionale, come è nel caso dell'espropriazione considerata nell'art. 42, II comma».

[73] Osserva in generale P. PERLINGIERI, Il diritto civile nella legalità costituzionale, Napoli, 1991, p. 445, che «la funzione sociale predeterminata per la proprietà privata non concerne esclusivamente i limiti di questa. La lettera dell'art. 42 della Costituzione precisa che la legge determina "i modi di acquisto, di godimento ed i limiti allo scopo di assicurarne la funzione sociale", sì che quest'ultima concerne il contenuto complessivo della

Va considerato che nel dibattito relativo a qualificazione e legittimità costituzionale del diritto di acquisto italiano è stato implicitamente chiamato in causa il tema dei «limiti» al godimento della proprietà privata. Parte della dottrina, in particolare, riconducendo la norma istitutiva del diritto di acquisto nell'alveo del terzo comma dell'art. 42 della Costituzione, si è espressa in termini negativi sulla questione della legittimità costituzionale dell'istituto.

Tale dottrina, al fine di sostenere l'applicabilità del terzo comma dell'articolo 42 si è posta *in primis* la questione interpretativa «*se la c.d. conformazione del diritto di proprietà possa spingersi sino al punto di azzerare del tutto ogni potenzialità economica di un bene privato, ovvero se essa incontri un limite invalicabile*». Proseguendo con l'osservare come «in realtà, la soluzione di questo problema [sia] strettamente connessa alla definizione stessa del diritto di proprietà» e come «questa definizione [..] non [sia] contornata da confini netti», la medesima dottrina ha rilevato che «la giurisprudenza costituzionale [..] ha affermato chiaramente che il potere conformativo della pubblica amministrazione non può spingersi fino ad annullare la potenzialità economica del bene, ad azzerarne il suo valore economico, tenuto conto delle qualità oggettive dello stesso e della destinazione impressale dal proprietario», e ha quindi concluso che, «se questo è il criterio discretivo, allora non vi è dubbio che il diritto di acquisto previsto dall'art. 111 TUF non può essere considerato la mera espressione di una regola conformativa, bensì una ipotesi di vera e propria espropriazione del diritto di proprietà»[74].

---

disciplina proprietaria, non soltanto i limiti». Si può del resto osservare che alcune fra le principali figure di trasferimenti involontari prese in considerazione dalla teoria di Salvatore Pugliatti rientrano nelle categorie di cui all'art. 922, c.c., relativo ai modi d'acquisto della proprietà (ai sensi del quale «la proprietà si acquista per occupazione, per invenzione, per accessione, per specificazione, per unione o commistione, per usucapione, per effetto di contratti, per successione a causa di morte e negli altri modi stabiliti dalla legge». Ciò vale, in primo luogo, per i trasferimenti potestativi aventi fonte in un contratto, qual è ad es. l'affrancamento del fondo enfiteutico, ipotesi questa nella quale la perdita involontaria del diritto «ha luogo in virtù dell'esercizio di un diritto che all'utilista spetta in base al titolo costitutivo dell'enfiteusi» (PUGLIATTI, Trasferimenti coattivi, cit., p. 306). Per i trasferimenti potestativi di fonte contrattuale, infatti, il menzionato art. 922 contiene una previsione specifica (appunto quella dell'acquisto «per effetto di contratti»), nella quale possono farsi rientrare non solo i casi in cui la volontà delle parti in contratto dà immediatamente vita al trasferimento, come accade nella vendita ai sensi dell'art. 1470, c.c., ma anche quelli in cui il contenuto del negozio tipico prescelto dalle parti comprende l'attribuzione, ad una di esse, di un diritto potestativo esercitabile in momento successivo, come accade nel caso dell'affrancamento del fondo enfiteutico. Analoghe considerazioni valgono in relazione ai trasferimenti potestativi di fonte puramente legale, quale ad es., sempre a termini della teorica di Pugliatti, la comunione forzosa del muro divisorio. In tale ipotesi è per l'appunto rinvenibile, anche per altra dottrina, «una situazione giuridicamente rilevante che consente al titolare della stessa l'acquisto, per atto unilaterale, di un diritto reale» (CARPINO, L'acquisto coattivo dei diritti reali, cit., p. 56).

[74] SANTORO, Commento, cit., p. 1242.

Tali riflessioni non sembrano tenere adeguatamente conto del fatto che l'attività legislativa di "conformazione" del diritto di proprietà presa in considerazione dal secondo comma dell'art. 42 della Costituzione non si esaurisce nella sola previsione di «limiti» alle facoltà di godimento della *res*. Se così fosse, in effetti, ogni qualvolta un limite al godimento introdotto dal legislatore si risolvesse in un sostanziale azzeramento delle facoltà riconosciute in via generale al proprietario, si travalicherebbe certamente l'ambito della mera attività "conformativa" e si finirebbe col dare vita a una vera e propria espropriazione del diritto di proprietà. In questo senso, del resto, si è mossa – come si è visto infra – la stessa giurisprudenza costituzionale in materia di limitazioni espropriative.

Tuttavia, la "conformazione" del diritto di proprietà in via generale e astratta ad opera della legge può manifestarsi, per espressa previsione dei costituenti, anche nell'introduzione di «modi di acquisto» (e di correlativa perdita) di tale diritto. E l'introduzione del diritto di acquisto nel sistema del TUF, come si è anticipato, deve essere più correttamente ricondotta a tale tipologia di intervento dei pubblici poteri in materia proprietaria.

Va considerato peraltro che la dottrina qui criticata è sembrata rifarsi, nelle sue argomentazioni, a un noto orientamento teorico della Corte Costituzionale in materia di "limitazioni espropriative", quello della c.d. "minorazione della sostanza". Alla vigilia della segnalata rottura da parte della giurisprudenza costituzionale con la propria precedente posizione sul tema della distinzione dei rispettivi ambiti di applicazione del secondo e terzo comma dell'art. 42, della Costituzione, la Corte infatti, sulla decisiva questione di stabilire quale fosse la soglia oltre la quale la "limitazione" diviene "espropriazione"[75], aveva a disposizione «due teorie, elaborate dalla dottrina tedesca fin dall'esperienza di Weimar»[76], quella della "minorazione della sostanza" e quella "dell'atto singolare".

Secondo la teoria della "minorazione della sostanza", vi sarebbe espropriazione «quando l'incidenza sulla situazione del privato leda la proprietà nella sua sostanza, nel suo

---

[75] Si tratta della generale questione dell'individuazione del c.d. "minimo garantito" di prerogative proprietarie, a termini dell'art. 42, secondo comma, della Costituzione. V., fra gli altri, GIANNINI, Diritto amministrativo, cit., p. 725.

[76] C. SALVI, Modelli di proprietà e principi costituzionali, in Riv. crit. dir. priv., 1986, p. 319, con rinvii ad altre più ampie disamine di tali teorie nella dottrina italiana.

contenuto essenziale, quale stabilito dalla tradizione giuridica, oppure inteso in un momento determinato dalla coscienza sociale». Seguendo tale via la Corte sarebbe «tornata in un certo senso a una considerazione prenormativa della proprietà», secondo la quale «ogni qualvolta si parla di tale diritto, automaticamente ci si riferisce a un modo d'essere che preesiste alla disciplina legislativa»[77].

Secondo la teoria "dell'atto singolare", invece, «il sacrificio del diritto di proprietà costituisce espropriazione se ha carattere singolare, addossando pesi diseguali ai singoli proprietari. Si impone così una misura riequilibratrice, che consiste nella corresponsione dell'indennizzo». Seguendo tale seconda via, in altre parole, «il contenuto essenziale del diritto è dato dal regime giuridico previsto dalla legge per ciascun bene. La garanzia non può non fondarsi allora sulla parità di trattamento tra proprietari eguali (che sono tali perché titolari di diritti su beni che in via generale sono disciplinati dalla legge in modo uniforme)»[78].

Pertanto, sembra che l'applicazione della teoria della "minorazione della sostanza" (o del c.d. "minimo garantito") all'istituto del diritto di acquisto ex art. 111 TUF – o anche, più in generale, ad ogni altra ipotesi di trasferimento potestativo di fonte legale (come tale integrante un modo d'acquisto, più che un limite del diritto di proprietà) – sia destinata a scontrarsi con un rilevante ostacolo di ordine logico.

---

[77] SALVI, Modelli di proprietà, cit., p. 319.

[78] SALVI, Modelli di proprietà, cit., p. 321. Quanto peraltro al grado effettivo di adesione della Corte alla teoria "della minorazione della sostanza" e a quella "dell'atto singolare", segnala ancora SALVI, Modelli di proprietà, cit., p. 319 e 321 che la giurisprudenza costituzionale è risultata «oscilla[nte] tra le due posizioni, senza che sia dato rinvenire un orientamento chiaro e coerente». Volendone ricostruire solo per sommi capi l'evoluzione, all'incirca a partire dagli settanta la Corte (con la sent. 27 luglio 1972, n. 155, in Giur. della Costituzione, 1972, p. 1591, poi con le sentenze 15 gennaio 1976, nn. 3 e 4, in Giur. della Costituzione, 1976, p. 18-30, quindi con la sent. 22 dicembre 1977, n. 153, in Giur. della Costituzione, 1977, p. 1469-1493) ha a tratti aderito anche alla teoria "della minorazione della sostanza". Poco dopo però la Corte (con le sentenze 12 maggio 1982, n. 92, in Giur. it., 1982, I, 1, c. 1302 e 30 luglio 1984, n. 2321, in Foro it., 1985, I, c. 46) è tornata a fare nuovamente riferimento alla teoria "dell'atto singolare". Nella giurisprudenza più recente è dato ancora rinvenire con una certa frequenza casi di adesione a quest'ultima teoria (v. fra le altre: la sent. 13 luglio 1990 n. 328, in Foro it., 1990, I, 3064; la sent., 28 luglio 1995 n. 417, in Giur. della Costituzione, 1995, p. 3007 ss., in part. p. 3016; nonché la sent. 27 dicembre 1996, n. 419, in Giur. della Costituzione, 1996, fasc. 6).

Si noti che la teoria della "minorazione della sostanza" o del "minimo garantito" può servire – ed è più precisamente l'uso che talora ne ha fatto la Corte – solo a individuare quelle "incisioni" della sfera proprietaria che, pur lasciando immutato il profilo della titolarità soggettiva del diritto, tuttavia finiscono per svuotare di contenuto effettivo le facoltà di godimento e disposizione ad esso inerenti in misura tale da integrare veri e propri trasferimenti "larvati" del diritto.

Non appare condivisibile, per contro, invocare tale teoria quando si tratta di valutare "incisioni" della sfera proprietaria nelle quali si registri anche un vero e proprio mutamento giuridico-formale della titolarità soggettiva del diritto, nelle quali cioè il trasferimento del diritto sia non già "larvato", bensì trasparente ed espresso, in quanto si finirebbe con l'escludere la stessa possibilità di esistenza di un fenomeno – quello della previsione, in via generale e astratta ad opera della legge, di «modi di acquisto» della proprietà, senza indennizzo e a prescindere dalla ricorrenza dei motivi di «interesse generale» di cui al terzo comma dell'art. 42 – che invece è ben stato contemplato dal costituente e assoggettato alla specifica disciplina di cui al secondo comma dell'articolo in discorso (volta esclusivamente a verificarne la «funzione sociale»).

Si consideri che qualsiasi modo di acquisto (potestativo) del diritto di proprietà, sia pur previsto in via generale e astratta dalla legge, per il fatto stesso di comportare per definizione un vero e proprio azzeramento delle prerogative proprietarie – dunque la discesa ben al di sotto di qualsivoglia contenuto "minimo" o "essenziale" del diritto di proprietà – integrerebbe infatti, a questa stregua, un'espropriazione, ricadendo quindi sotto il dominio del terzo comma dell'art. 42. Il che finirebbe per rendere singolarmente pleonastico l'inciso del secondo comma dell'articolo in questione, relativo ai «modi di acquisto».

Alla luce di tali riflessioni, appare inopportuno il tentativo di ricondurre le fattispecie legali integranti «modi di acquisto» generali e astratti della proprietà sotto il dominio dell'uno o dell'altro dei due commi in discorso in base al criterio distintivo della "minorazione della sostanza", e invece l'opportunità di stabilire quali, fra le varie fattispecie in senso generico "ablative" presenti nell'ordinamento, siano riconducibili all'uno o all'altro dei citati commi in base alla natura dell'intervento di volta in volta operato dai pubblici poteri: generale e astratto nel caso del secondo comma, a titolo particolare nel caso del terzo.

Delineata così una prima qualificazione del diritto di acquisto come diritto potestativo di fonte legale, integrante un particolare «modo di acquisto» della proprietà (azionaria) ai sensi del secondo comma dell'art. 42 della Costituzione, si tratta ora di verificare quali siano, in punto di disciplina costituzionale applicabile, le conseguenze più rilevanti di tale qualificazione, anche rispetto alla diversa qualificazione che – come si è visto – è stata talora data in dottrina all'istituto.

Occorre evidenziare almeno due differenze principali fra la disciplina costituzionale dell'intervento dei pubblici poteri in materia proprietaria contenuta nel secondo comma dell'art. 42, e quella contenuta nel terzo comma del medesimo articolo.

In primis, gli interventi di natura "espropriativa", che incidono sul diritto di proprietà ai sensi del terzo comma, devono essere necessariamente accompagnati dall'«indennizzo» del soggetto espropriato. Per contro, gli interventi di natura meramente "conformativa" del diritto di proprietà ai sensi del secondo comma possono prescindere dalla corresponsione di un indennizzo alla generalità dei soggetti incisi.

In secundis, è differente il parametro costituzionale in base al quale valutare la legittimità dei due tipi di intervento. Nel caso dell'espropriazione di cui al terzo comma, tale parametro è rappresentato dai «motivi di interesse generale» che devono necessariamente presiedere a un tale tipo di intervento. Nel caso invece della mera "conformazione" del diritto di proprietà, il parametro in questione è solo quello della necessaria assicurazione della «funzione sociale» della proprietà.

Ciò premesso, va segnalato che le più rilevanti censure di costituzionalità rivolte all'istituto riguardano il secondo dei due menzionati profili. Nella sua attuale configurazione, la norma istitutiva del diritto di acquisto prevede in effetti un «indennizzo» dell'azionista minoritario "espropriato", sotto forma del «prezzo di acquisto» di cui al secondo comma dell'art. 111 TUF, stabilito da un esperto indipendente. Difetterebbe invece, secondo i critici, l'esistenza di quell'«interesse generale» che il terzo comma dell'art. 42 richiede a supporto di ogni intervento pubblico avente natura espropriativa.

In particolare, si è rilevato che da un'analisi degli interessi tutelati dall'art. 111 TUF emerge che tale disposizione «appronta, in via immediata e diretta, una tutela degli interessi

"egoistici" dell'azionista di maggioranza; solo in via mediata e indiretta essa potrebbe essere intesa a tutela di interessi che abbracciano una più ampia schiera di soggetti: l'azionariato diffuso o, addirittura, tramite la tutela del mercato, l'intera collettività. Tuttavia sarebbe sempre da dimostrare che l'interesse dell'azionariato diffuso e quello del mercato possano essere intesi, nella nostra Costituzione, come interessi generali. E se anche ciò fosse, dovrebbe pure dimostrarsi che la tutela non già diretta, ma indiretta di questi interessi possa, in un giudizio comparatistico degli interessi coinvolti, prevalere sul diritto di proprietà individuale degli azionisti di minoranza, fino al punto di determinarne l'estinzione e, addirittura, il trasferimento in capo all'azionista di maggioranza»[79].

Centrale nelle riflessioni della dottrina sopra citata è un'attenta considerazione della riferibilità soggettiva immediata e diretta dell'interesse tutelato dalla norma istitutiva del diritto d'acquisto. Per il terzo comma dell'art. 42 della Costituzione, alla luce del quale tale dottrina ritiene di valutare la costituzionalità della norma istituiva del diritto di acquisto, l'interesse tutelato nel caso di interventi di natura espropriativa a opera dei pubblici poteri deve essere necessariamente riferibile in via immediata e diretta alla generalità dei soggetti dell'ordinamento, non anche a uno solo o a una particolare categoria di essi. La norma istitutiva del diritto di acquisto tutela invece, secondo la ricostruzione qui in esame, in via immediata e diretta solo l'interesse dell'azionista di maggioranza, non dunque un interesse generale come richiesto dall'art. 42. Tale norma sarebbe pertanto incostituzionale.

Tuttavia, il giudizio sopra riportato appare, nel complesso, non condivisibile, se non per l'assunto che il diritto d'acquisto tutela in via immediata e diretta i soli interessi dell'azionista di controllo[80]. Meno convincente però è la scelta – sulla quale quel giudizio si fonda – del parametro costituzionale rilevante per la valutazione della legittimità dell'istituto.

Per quanto si è detto sinora, infatti, l'introduzione legislativa del diritto d'acquisto deve fare i conti con il limite della «funzione sociale» della proprietà di cui al secondo comma

[79] SANTORO, Commento, cit., p. 1242. La funzionalità del diritto di acquisto ai soli interessi dell'azionista maggioritario è sottolineata anche da GUARRACINO, Art. 111, cit., p. 1034, il quale peraltro non fa seguire a tale considerazione conclusioni analoghe a quelle di Santoro.

[80] Per la verità, la letteratura giuridica ed economica in tema di diritto di acquisto e più in generale di freeze-out ha proposto diverse letture della funzione e degli interessi tutelati da tale istituto e talora ne ha anche sostenuto la diretta funzionalità a interessi a carattere generale.

dell'art. 42 della Costituzione e non con quello dell'«interesse generale» contemplato dal terzo comma. Se così è, allora, non è necessario, perché possa essere riconosciuta la legittimità costituzionale dell'istituto, che esso tuteli in via immediata e diretta interessi a carattere generale e non gli interessi particolari dell'azionista di maggioranza.

In verità, bisogna riconoscere che vi è nella dottrina pubblicistica qualche difficoltà a distinguere nettamente fra loro i concetti in questione, evidentemente per via del carattere "aperto" o "elastico"[81] che si associa alla loro natura di clausole generali. Nondimeno si afferma generalmente che la verifica della «funzione sociale» della disciplina legislativa della proprietà deve collocarsi nell'alveo del mero controllo sulla "ragionevolezza" delle leggi, ossia sulla coerenza della disciplina dettata rispetto alla *ratio legis*[82].

In sede di adozione della disciplina generale e astratta della proprietà – disciplina che, come viene spesso rimarcato, investe ogni aspetto del diritto: i modi di acquisto (e di correlativa perdita), di godimento e i limiti – al legislatore spetta un'insopprimibile sfera di discrezionalità in ordine all'attuazione della «funzione sociale». Alla riserva di legge espressamente prevista dall'art. 42 della Costituzione sembra cioè accompagnarsi una necessaria «riserva di interpretazione»[83], dovuta certamente anche alla vaghezza della nozione

[81] Sull'elasticità delle espressioni usate dal legislatore costituente v. ancora RODOTÀ, Art. 42, cit., p. 106.. Sottolinea l'«ambiguità e genericità della formula» della «funzione sociale», fra gli altri, PERLINGIERI, Il diritto civile nella legalità costituzionale, cit., p. 443. La necessità tuttavia di distinguere chiaramente fra «interesse generale» e «funzione sociale» è avvertita sia da SALVI, Modelli di proprietà, cit., p. 344 sia dallo stesso RODOTÀ, Art. 42, cit., p. 188-189.

[82] V. ancora SALVI, Modelli di proprietà, cit., p. 346-347 che richiama sul punto anche GIANNINI, Basi costituzionali della proprietà privata, cit., p. 472. Analogamente PERLINGIERI, Il diritto civile nella legalità costituzionale, cit. p. 447, secondo il quale «ogni legge deve realizzare anche la funzione sociale della proprietà, salvo che non si configuri attuativa di istituti ablativi come l'espropriazione o la nazionalizzazione, per i quali il discorso sarebbe ben altro. Mentre la funzione sociale attribuisce al legislatore un controllo di conformità (in termini di idoneità, coerenza, ragionevolezza) l'ablazione sanzionatoria è chiamata in causa soltanto nell'ipotesi patologica, quale conseguenza dell'inattuazione della funzione sociale». Per MATTEI, La proprietà, cit., p. 111 «la formula della funzione sociale [..] serve a distinguere le limitazioni proprietarie non indennizzabili da quelle che richiedono indennizzo. Dovranno essere indennizzate tutte quelle che si fondano su *rationes distinguendi* irragionevoli, imponendo obblighi soltanto a certi proprietari e non ad altri, senza un effettivo riscontro sulla natura del bene su cui la titolarità proprietaria insiste e quindi in modo non correlato ad una diversa responsabilità sociale del tipo proprietario in questione».

[83] Così RODOTÀ, Art. 42, cit., p. 105.

in discorso. È evidente peraltro che la discrezionalità legislativa non potrà essere esercitata in violazione di altri precetti e principi di rango costituzionale.

Quanto all'imputazione soggettiva degli interessi che il legislatore deve prendere in considerazione nella sua attività di "conformazione" del diritto di proprietà, nel rispetto della «funzione sociale» di tale istituto, è stata sottolineata in dottrina l'impossibilità di «identifica[re] l'interesse sociale con un generico e indifferenziato interesse pubblico o generale», essendosi «da tempo segnalato che nel c.d. stato pluriclasse gli interessi riferibili alla sfera pubblica sono eterogenei, e suscettibili di rilevanza costituzionale ben differenziata», sì che «l'interesse sotteso alla funzione sociale sembra imputabile alla società nel suo complesso; ma non nel suo effettuale assetto storico, bensì in quell'assetto ottimale che in vari luoghi (e soprattutto nell'art. 3, 2° co.) è rinvenibile come obiettivo dei compiti di trasformazione che la carta fondamentale assegna alla Repubblica. In buona sostanza, l'imputazione al legislatore del compito di conformare il contenuto della proprietà alla funzione sociale può essere colta in tutto il suo valore in una visuale complessiva della disciplina costituzionale»[84].

In rapporto al requisito della «funzione sociale» di cui al secondo comma dell'art. 42 non è dunque decisivo, per affermare la legittimità costituzionale di una determinata incisione della sfera proprietaria privata ad opera della legge ordinaria, il profilo dell'imputazione soggettiva immediata e diretta dell'interesse privilegiato dal legislatore in sede di "conformazione" degli statuti proprietari, e dunque – per quanto qui più rileva – anche in sede di fissazione dei diversi «modi di acquisto» del diritto.

In altre parole, la legge può ben riconoscere, in via generale e astratta, un particolare diritto potestativo di acquisto della proprietà in capo a una determinata categoria di soggetti e a scapito di altra, così come può in generale privilegiare in certi casi la tutela, in via immediata e diretta, di alcuni interessi particolari a scapito di altri. In ogni caso ciò può avvenire solo a condizione che sia rispettato il principio di uguaglianza di cui all'art. 3, secondo comma, della Costituzione; a condizione, cioè, che alla base di eventuali differenze di trattamento vi siano sempre *rationes distinguendi* ragionevoli e non arbitrarie, assunte in

[84] SALVI, Modelli di proprietà, cit., p. 344.

funzione di uno scopo (la *ratio legis* appunto) costituzionalmente rilevante e rispetto al quale la disciplina di volta in volta apprestata risulti logicamente coerente e idonea.

A tal punto occorre verificare se (i) la qualificazione dell'istituto proposta nel presente Capitolo, nonché (ii) la conclusione alla quale detta qualificazione ha condotto in punto di individuazione del parametro costituzionale rilevante (che si è visto essere il secondo e non il terzo comma dell'art. 42 della Costituzione) siano le sole consentite in relazione al diritto di acquisto ovvero se esse possano essere integrate (o addirittura "rimpiazzate") sol che si adotti, nel valutare la costituzionalità dell'istituto, una prospettiva diversa da quella proprietaria, e segnatamente contrattuale. Tale verifica verrà condotta nel paragrafo che segue.

3 Natura e qualificazione costituzionale del diritto di acquisto in una prospettiva contrattuale

Fin qui si è evidenziato il contrasto fra due possibili qualificazioni del diritto di acquisto *ex* art. 111 TUF. Da un lato, si è visto che una parte della dottrina italiana, qualificando tale istituto come espropriazione, lo ha ricondotto alle categorie proprie del terzo comma dell'art. 42 della Costituzione e ha poi espresso un giudizio negativo, o per lo meno espresso forti dubbi, sulla sua legittimità costituzionale, poiché esso non soddisferebbe *in via immediata e diretta* interessi a carattere generale come invece richiesto dalla citata disposizione costituzionale.

Dall'altro lato, si è cercato di dimostrare, pur sempre nella limitata prospettiva della disciplina costituzionale della proprietà, che una più corretta qualificazione del diritto di acquisto induce a ricondurlo alle categorie proprie del secondo comma dell'art. 42, in particolare ai «*modi di acquisto*» della proprietà, previsti in via generale e astratta dalla legge.

Tale accolta qualificazione del diritto di acquisto sembra suscettibile peraltro di un'ulteriore specificazione, spiegandosi così ora la ragione per la quale si è parlato *infra* solo di "prima inclusione" dell'istituto nella categoria dei «*modi di acquisto*» della proprietà. Resta ancora da verificare infatti se l'istituto in esame rappresenti un modo di acquisto del diritto di proprietà introdotto *ex novo* dal legislatore del TUF, ovvero se esso possa essere in qualche misura ricondotto ad alcuna delle categorie già note al nostro ordinamento giuridico e codificate nell'art. 922 c.c., in particolare a quella dell'acquisto «*per effetto di contratti*».

Valutata l'ammissibilità di tale più precisa qualificazione del diritto di acquisto, si tratterà infine di verificare se essa fondi conclusioni diverse da quelle alle quali si è giunti nel Capitolo che precede in punto di individuazione del parametro costituzionale rilevante. Occorrerà cioè verificare se l'assunzione di una prospettiva contrattuale consenta di valutare la costituzionalità dell'istituto alla luce di disposizioni diverse dall'art. 42, secondo comma.

La base di partenza per giungere a una più precisa qualificazione del diritto di acquisto è offerta da una pronuncia resa nel 1982 dalla Commissione Europea per i Diritti dell'Uomo, con la quale veniva dichiarato irricevibile il ricorso di due cittadini svedesi contro la Svezia per la pretesa violazione dell'art. 1 del Protocollo Addizionale alla Convenzione per la Salvaguardia dei Diritti dell'Uomo e delle Libertà Fondamentali[85].

In quell'occasione la Commissione escluse che il diritto di acquisto forzoso delle azioni della minoranza, previsto dalla allora vigente legge azionaria svedese (*Aktiebolagslagen* in vigore dall'1 gennaio 1977) a favore del socio che avesse raggiunto il

[85] Commission Européenne des Droits de l'Homme (CEDH), Décision del 12 ottobre 1982 sulle Requets n. 8588/79 et 8589/79, Bramelid et Malmstrom c. Suede, in Décisions et Rapports, Strasbourg, 1982 (n. 29), p. 64 (29DR64). Secondo l'art. 1 del Protocollo Addizionale (Parigi, 20 marzo 1952) alla Convenzione Europea per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali (aperta alla firma degli Stati membri del Consiglio d'Europa il 4 novembre 1950 a Roma), «1. Toute personne physique ou morale a droit au respect de ses biens. Nul ne peut etre privé de sa propriété que pour cause d'utilité publique et dans les conditions prévues par la loi et les principes généraux du droit international. – 2. Les dispositions précedéntes ne portent pas atteinte au droit que possèdent les Etats de mettre en vigueur les lois qu'ils jugent nécessaires pour réglementer l'usage des biens conformément à l'intéret général ou pour assurer le paiement des impots ou d'autres contributions ou des amendes». Cenni storici sulle ragioni della tradizionale ritrosia degli Stati nazionali a consentire l'introduzione, nel sistema della tutela internazionale dei diritti dell'uomo, della protezione anche del diritto di proprietà, nonché esaurienti panoramiche della giurisprudenza della Commissione e della Corte all'interno di tale sistema possono leggersi in B. STERN, Le droit de propriété, l'expropriation et la nationalitation dans la convention européenne des droits de l'homme, in Droit et pratique du commerce international, 1991, p. 394 ss.; J. RAYMOND, L'article 1 du Protocole additionnel et les rapports entre particuliers, p. 531 ss., cit.; M. KARADJOVA, La protection du droit de propriété au niveau européenne et son importance pour l'harmonisation des pratiques des Cours Constitutionnelles, in http://www.nato.int/acad/fellow, ricerca finanziata dal NATO Research Fellowship Programme, 1996-1998; F. SURDE, La protection du droit de propriété par la Cour Europèenne des Droit de l'Homme, nel Recueil Dalloz de doctrine, de jurisprudence et de législation, Parigi, 1988, p. 71-78. Per la costruzione di una teoria generale dell'art. 1 del Protocollo e in particolare per la definizione dei rapporti tra l'ambito di applicazione di ciascuna delle tre norme in esso contenute, v. la decisione resa dalla Corte Europea dei Diritti dell'Uomo in data 23 settembre 1982, in Sporrong and Lonnroth v. Sweden, in European Human Rights Reports, London, 1982 (n. 5), p. 35 (5EHRR35).

possesso di più del 90% del capitale di una società per azioni[86], configurasse una violazione dell'art. 1 ("*Protection du droit de propriété*") del Protocollo Addizionale, riconoscendo decisiva la circostanza che «*l'obligation faite dans certaines circonstances aux actionnaires minoritaires de céder leurs actions à l'actionnaire majoritaire découle d'une législation sur les sociétés, réglant les rapports des actionnaires entre eux*». Sulla base di una simile qualificazione dell'istituto la Commissione ritenne che «*la seconde phrase du premier paragraphe de l'article 1 du Protocole additionnel ne s'applique pas*»[87].

Il principio affermato dalla Commissione nel 1982 è stato successivamente ribadito dalla Corte Europea per i Diritti dell'Uomo in una decisione resa nel 2000[88].

---

[86] Più precisamente i paragrafi da 1 a 3 dell'art. 9, Sezione 14 della legge in questione stabilivano (nella traduzione inglese della Commissione): «9 (1-3): 1. Where a parent company in its own right or through an intermediary holds more than 9/10 of the votes in a subsidiary company, it may purchase the out-standing shares from other shareholders of the subsidiary company concerned. A shareholder owning any of the outstanding shares is entitled to have his shares purchased. – 2. In the event of a dispute concerning whether or not there is a right to purchase or an obligation to purchase, or concerning the amount of the purchase, the matter shall be referred to three arbitrators by virtue of the Arbitration Act (1929:1945), subject to any provision to the contrary in this Section. Section 18, paragraph 2 of the said Act, concerning the time limit allowed for the arbitration award shall not apply. – 3. Where the parent company has acquired the greater part of its share in the subsidiary company through a public offer to shareholders to sell their shares to the parent company at a certain price, the price at which outstanding shares are purchased shall be equivalent to that price, unless there are specific reasons to decide otherwise» (enfasi aggiunta). Nell'illustrare alcuni profili applicativi specifici delle disposizioni in questione, la Commissione ebbe tra l'altro modo di precisare che la norma prevista nel terzo comma del riportato art. 9, concernente la determinazione del prezzo di riscatto, «is not applied if there are specific grounds for deciding otherwise, for instance, if a long period has elapsed between the public offer and the start of the compulsory purchase procedure, if the information supplied at the time of the public offer was incomplete or if significant new fact have arisen since» (CEDH, Bramelid et Malmstrom, cit., p. 83).

[87] CEDH, Bramelid et Malmstrom, cit., p. 72. Nel caso di specie, il superamento della soglia del 90% prevista dalla legge svedese per l'attivazione della procedura di riscatto forzoso era stato ottenuto sia tramite o.p.a. lanciata dalla società Ahlén och Holm Aktiebolag sul capitale di Aktiebolaget Nordiska Companied ("NK"), sia tramite successivi acquisti da parte di una controllata dell'offerente, Aktiebolaget Wessels Ltd.. In particolare, i ricorrenti lamentavano di essere stati vittime di una espropriazione (a) al di fuori di un caso di «utilité publique» e (b) senza corresponsione di una giusta indennità. Di seguito si riportano alcuni passaggi significativi dell'articolata motivazione con la quale la Commissione giunse a dichiarare irricevibile il ricorso per manifesta infondatezza dei motivi addotti dai ricorrenti.

[88] In Norbert Kind c. Allemagne è giunta all'attenzione della Corte un'ipotesi di estromissione forzosa della minoranza introdotta dalla legge tedesca del 6 novembre 1969 sulla trasformazione di società. Nella Décision resa dalla Corte il 30 marzo 2000 sulla Requete n. 44324/98 (reperibile in http://www.echr.coe.int/Hudoc.htm), i giudici di Strasburgo hanno ribadito (nel par. 1 della motivazione in diritto) che: «[e]n l'espèce, comme dans les affaires Bramelid et Malmström, il ne s'agit pas d'une expropriation au sens de la deuxième phrase du premier alinéa de l'article 1 du Protocole n°1, car les dispositions législatives litigieuses ont trait à la réglementation des sociétés commerciales et concernent avant tout les relations des actionnaires entre eux. La seconde phrase du premier paragraphe de l'article 1 du Protocole n° 1 ne s'applique donc pas au grief du requérant.

Il precedente della Commissione del 1982 fu espressamente ripreso dalla prima giurisprudenza francese chiamata a valutare la compatibilità dell'istituto del *retrait obligatoire* con i principi fondamentali di quell'ordinamento in materia proprietaria[89].

In particolare, la Corte d'Appello di Parigi – adita nel 1995 da un'associazione di azionisti di minoranza della *Société générale alsacienne de banque Sogenal*, per l'annullamento di una decisione con la quale il *Conseil des Bourses de Valeurs* aveva dichiarato «procedibile» un'*offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatorie* (c.d. *OPRO*) [90] presentata da *Société Générale* –, richiamando nella motivazione proprio

[89] Il *retrait obligatoire* è stato introdotto in Francia dall'art. 16 della L. n. 93-1444 del 31 dicembre 1993. Tale articolo ha modificato l'art. 6-bis, alinéa 4 della L. n. 88-70 del 22 gennaio 1988 che (già integrata dalla L. n. 89-531 del 2 agosto 1989) aveva posto le basi per la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto in quell'ordinamento. Il novellato art. 6-bis, quarto alinéa, della legge 88-70 ha attribuito al Conseil de Bourses de Valeurs (poi divenuto Conseil des Marché Financiers, quindi confluito nell'AMF; v. le precisazioni già fatte nell'Introduzione, in part. nella nota 3) il potere di stabilire le condizioni alle quali gli azionisti di minoranza, ad esito di un'offerta pubblica di acquisto residuale (offre publique de retrait) potevano essere obbligati a cedere le loro azioni all'azionista maggioritario a fronte di un adeguato indennizzo. Nell'esercizio di tale potere il CBV ha provveduto pertanto ad adeguare il pertinente Titre V del proprio Règlement général (autorizzato in termini generali dall'art. 6 della stessa L. n. 88-70 del 1988), introducendo con arreté n. 94-04 del 9 giugno 1994 la procedura di retrait obligatoire. Fra i primi commenti alla disciplina introdotta dal legislatore francese, si segnalano quelli di A. VIANDIER, Le retrait obligatoire, in Revue de jurisprudence de droit des affaires (RJDA), 1994, p. 783; A. DE FOCAUD - A. GOIX, Le squeeze-out à la française, in Banque & Droit, n. 40, mars-avr. 1995, p. 15; F. PELTIER, Retrait obligatoire, in Banque & Droit, n. 36, juill.-aout 1994, p. 26; T. FORSCHBACH, La procédure de retrait obligatorie, in La semaine juridique, éd. "E", JCP, 1994, I, p. 483. Frequente è stato, fin dai primi interventi della dottrina, il rilievo della problematicità dell'istituto in rapporto ai principi fondamentali del diritto francese in materia proprietaria. Ha rilevato fin da subito PELTIER, Retrait, cit., p. 26: «le constitutionnaliste regrette amèrement que le texte n'ait pas donné lieu à une saisine du Conseil Constitutionnel. L'article 17 de la Déclaration des Droits de l'Homme et du Citoyen qui fait partie intégrante de la Constitution de la V République n'énonce-t-il pas que: "la propriété étant un droit inviolable et sacré, nul ne peut en etre privé, si ce n'est lorsque la nécessité publique, légalement constatée, l'exige évidemment, et sous la condition d'une juste et préalable indemnité". La question sur ce point est-elle définitivement tranchée faute d'avoir été portée devant le gardien de la constitution? Nous en doutons. [..] Nous avons eu récemment l'occasion d'observer que le juge de la régulation boursière ne méconnait pas la portée de la Convention Européenne des Droit de l'Homme, or s'il est clair qu'il n'est pas possible de soulever l'inconstitutionnalité d'une loi devant une juridiction, le juge de l'ordre judiciaire peut parfaitement juger une disposition légale comme contraire à une norme supérieure, à savoir un traité international. Il est donc à prevoir que l'eviction du débat sur la question de la validité du retrait obligatoiure au regard des principes fondamentaux qui fondent notre droit de la propriété ne pourra perdurer» (un'analoga previsione si legge in FOCAUD - GOIX, Le squeeze-out, cit., p. 18).

[90] A differenza di quanto previsto in altri ordinamenti (inglese e italiano per es.), il retrait obligatoire può avere luogo, per diritto francese, esclusivamente a seguito di un'offerta pubblica di acquisto residuale (offre publique de retrait, OPR; per le diverse tipologie di o.p.a. residuale disciplinate dal Règlement général, v. infra, nel Capitolo III, la nota 53). In particolare, il retrait obligatorie può seguire alle tipologie di offerte residuali previste dagli artt. 5-6-1, 5-6-2, 5-6-3 e 5-6-4 del Règlement général, vale a dire (i) all'offerta che può essere

l'orientamento manifestato dalla Commissione nel 1982 affermava nella scia di quella che «*l'obligation faite aux actionnaires minoritaires de céder leur actions au groupe majoritaire découle d'une legislation sur les sociétés réglant les rapports des actionnaires entre eux et qu'ainsi le transfert de propriété, opéré moyennant un prix en rapport avec le valeur du bien, dans un cadre légitime d'ordre social et économique, répond à l'utilité publique lors meme que la collectivité dans son ensemble ne se servirait ou ne profiterait pas par elle-meme du bien transféré*» .

Con la giurisprudenza sull'*affaire Elyo*[91], l'abbandono da parte delle Corti francesi di ogni residuo influsso dell'impostazione della Commissione Europea per i Diritti dell'Uomo appare completo (se non sul piano del risultato finale, almeno su quello della ricostruzione teorica dell'istituto): dalle motivazioni delle decisioni in esame risulta ormai espunto qualsiasi riferimento sia alla *natura societaria* della norma istitutiva del *retrait*, sia all'incidenza di questo sui *rapporti tra soci*, sia infine alla circostanza che il requisito della «*utilité publique*» possa essere soddisfatto anche *in via indiretta*. L'*utilité publique* connotante il *retrait obbligatoire* pare definitivamente individuata nel soddisfacimento di un "interesse generale" al "buon funzionamento" del mercato, mediante eliminazione dal listino dei titoli insufficientemente liquidi .

---

richiesta dalla minoranza quando l'azionista di controllo abbia superato il 95% (artt. 5-6-1 e 5-6-2) ovvero (ii) all'offerta che, ricorrendo il medesimo presupposto, può essere spontaneamente promossa dall'azionista di controllo (artt. 5-6-3 e 5-6-4).

In sintesi, l'art. 5-7-1, secondo comma, Règ. gén. concede due alternative all'azionista che intenda esercitare il retrait obligatoire. In base alla prima, egli, all'atto del deposito del progetto di offerta residuale (sia essa obbligatoria sia essa volontaria, quanto all'an), può riservarsi la facoltà di esercitare il retrait dopo la chiusura dell'offerta. In tal caso, dovrà comunicare se rinuncia o meno alla facoltà di esercitare il retrait entro dieci giorni dalla chiusura dell'offerta. In base alla seconda, il medesimo soggetto può dichiarare, sempre all'atto del deposito del progetto di offerta, che il retrait avrà luogo senz'altro a chiusura dell'offerta e indipendentemente dai risultati di essa. La prima ipotesi è regolata più nel dettaglio dal successivo art. 5-7-2, la seconda dall'art. 5-7-3.

[91] Più di recente, la stessa impostazione sui temi della natura e legittimità costituzionale dell'istituto è stata ribadita dalla C.A. Paris, 16 sept. 2003 (affaire Legrand), in Droit des sociétés, 2004 (febbraio), p. 32 ss. e in Revue de droit bancaire et financier, 2004 (febbraio), p. 47 ss.. Su altri più specifici aspetti della complessiva disciplina positiva dell'istituto, in particolare sui criteri per la determinazione del prezzo di retrait, si sono pronunciate la C.A. Paris, 30 mai 2000 (affaire CDR Créances), in Rev. Soc., 2000, p. 547 ss. (annotata da S. ROBINEAU) e in La semaine juridique, JCP, éd. "E", 2000, 1616 (annotata da A. VIANDIER); C.A. Paris, 19 déc 2000 (affaire Neptune), in La semaine juridique, JCP, éd. "E", 2001, 417 (annotata da A. VIANDIER) e in Banque & Droit, mars-avril 2001, p. 35 (annotata da H. DE VAUPLANE e J.J. DAIGRE); C.A. Paris, 9 avril 2002 (affaire Simgar), in Recueil Dalloz, Cahier droit des affaires, 2e Cahier, 2002, p. 1909 ss. (annotata da M. BOIZARD).

Nella sua evoluzione più recente la giurisprudenza francese, come visto, sembra definitivamente attestarsi su posizioni coincidenti, almeno quanto alla natura e qualificazione dell'istituto, con quelle della dottrina italiana più critica: per entrambe il diritto di acquisto e il *retrait obligatoire* integrano ipotesi di "espropriazione", la cui legittimità va pertanto verificata alla luce di un criterio di «*utilité publique*» (per il sistema francese) o di «*interesse generale*» (per il sistema italiano)[92]. I giudici francesi però, a differenza della richiamata dottrina italiana, fanno seguire a tale qualificazione conclusioni positive in ordine alla legittimità dell'istituto, ritenendo soddisfatto il requisito suddetto[93].

Nell'orientamento della Commissione Europea per i Diritti dell'Uomo (ribadito dalla Corte nel 2000) e nella prima giurisprudenza francese in materia di *retrait obligatoire* si sono rinvenute quanto meno le basi per una possibile qualificazione della norma italiana istituiva del diritto di acquisto come norma non del tutto riconducibile all'ambito di una mera *legislazione in materia proprietaria*. Nel presente paragrafo si cercherà di compiere un passo

---

[92] L'inquadramento del freeze-out nelle categorie espropriative pare accolto anche dall'HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS nel suo primo Report on Issues Related to Takeover Bids, cit., Cap. III, § 3.1.b, p. 61: «it [is] possible to deprive a person of his property only if this is justified by the public interest and if appropriate compensation is offered. [..]. There is indeed a general and public interest in having companies efficiently managed on the one hand, and securities markets sufficiently liquid on the other hand. So long as the squeeze-out right applies only when the minority is fairly small and appropriate compensation is offered, the use of squeeze-out to address th[is] public interest[..] is proportionate».

[93] Va segnalato che la costituzionalità dell'estromissione forzosa degli azionisti di minoranza è stata a più riprese affermata anche dalla giurisprudenza tedesca, sia in relazione a ipotesi specifiche di freeze-out consentite dal diritto tedesco prima dell'entrata in vigore della nuova legge sulle offerte pubbliche di acquisto (WpÜG, 1 gennaio 2002), sia in relazione all'ipotesi di carattere generale (c.d. Minderheitschluss) introdotta nei §§ 327, lett.(a)-(f), dell'Aktiengesetz, contestualmente all'entrata in vigore della WpÜG (tanto la nuova legge sulle o.p.a. quanto le citate modifiche all'AktG sono state introdotte nell'ordinamento tedesco con legge del 22 dicembre 2001, Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angelboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen).

Già prima del 2002, un'ipotesi di estromissione forzosa della minoranza era prevista dal diritto tedesco dei gruppi, in particolare nell'ambito di quella forma di integrazione detta Eingliederung (§ 320 ss., AktG): a seguito della delibera assembleare con la quale una AG dispone il suo raggruppamento in un'altra AG che possiede almeno il 95% del capitale della prima, le azioni dei soci che detengono il restante 5% (anche se dissenzienti) sono automaticamente trasferite alla controllante. La minoranza esclusa dalla controllata può scegliere però fra l'attribuzione del valore monetario delle azioni riscattate o l'assegnazione di azioni della controllante. Per altre forme di esclusione della minoranza consentite, già prima del 2002, dal diritto societario tedesco, cfr. P. BELTRAMI, Una pronuncia dell'Oberlandsgericht di Stoccarda in materia di squeeze-out, in Riv. soc., 2004, p. 628-630 (che menziona le ipotesi della fusione e della cessione dell'intero patrimonio sociale seguita da liquidazione della società cedente; sulla prima v. anche VENTORUZZO, Art. 111, cit., p. 463, nt. 15). Cenni più dettagliati all'Eingliederung sono forniti da L. CALVOSA, La clausola di riscatto nella società per azioni, Milano, 1995, p. 81.

ulteriore verso una qualificazione di quella norma, in positivo, come norma rientrante piuttosto nell'ambito di una *legislazione sui contratti*.

Sebbene nelle pronunce rese dalla Commissione e dalla Corte Europea per i Diritti dell'Uomo nel 1982 e nel 2000, nonché dalla Corte d'Appello di Parigi del 1995 non sia rinvenibile alcun letterale richiamo al "contratto" o ai "contraenti", riscontrandosi solo un generico riferimento ai "*particuliers*", in entrambe le decisioni viene rilevata pur sempre l'esistenza di rapporti giuridici intercorrenti direttamente tra i soci («*rapports des actionnaires entre eux*»), ciò che rappresenta uno dei tratti cui viene data maggior enfasi in alcune letture in termini contrattuali del fenomeno societario[94].

In effetti, nelle pronunce esaminate i giudici europei e quelli francesi hanno avvertito la sensazione di un'eccessiva ristrettezza della prospettiva per cui il diritto di acquisto rappresenterebbe puramente e semplicemente un'incisione della sfera proprietaria degli azionisti di minoranza. Dalle decisioni commentate sembra emergere la convinzione che determinate norme di legge che riconoscono all'azionista quasi totalitario di una società per azioni un diritto potestativo di acquisto delle azioni della minoranza residua incidono *anzitutto* sul contenuto di diritti relativi, rappresentando in questa prospettiva un'ipotesi di integrazione legale dei rapporti fra soci, e *solo di riflesso* danno impulso a una vicenda traslativa della proprietà.

---

[94] Sul tema, che può essere qui solo accennato, va detto in generale che la dottrina italiana più risalente negava la natura contrattuale dell'atto costitutivo di società per azioni e attribuiva a questo la diversa natura di "atto complesso", costituito da un fascio di manifestazioni di volontà parallele anziché contrapposte, idonee a dar vita a una "istituzione" più che a un "contratto" (per ampi richiami della dottrina tedesca che per prima aveva sostenuto tale costruzione e degli A. italiani che la avevano successivamente recepita, si v., fra gli altri, G. AULETTA, Il contratto di società commerciale, Milano, 1937, p. 3 ss. e, più recentemente, G. FRÈ - G. SBISÀ, Della società per azioni, Tomo I, nel Commentario del codice civile Scialoja-Branca, Bologna-Roma, 1997, p. 9 ss.). Tuttavia già alla vigilia dell'entrata in vigore del codice civile del '42 (cfr. AULETTA, op. cit., p. 3 ss. e p. 31 ss.) e poi definitivamente con l'esplicito inserimento in quel codice di una serie di disposizioni ad hoc (artt. 1420, 1446, 1459 e 1466) dedicate alla disciplina del contratto in generale, si è riconosciuta l'esistenza all'interno del *genus* "contratto" della categoria dei contratti plurilaterali, o con comunione di scopo, definiti dalla legge come i «contratti con più di due parti, in cui le prestazioni di ciascuna sono dirette al conseguimento di uno scopo comune».

Sviluppando ulteriormente l'impostazione della giurisprudenza in esame, nel presente paragrafo si verificherà che l'art. 111 TUF costituisce un'integrazione *ex* art. 1374 c.c. del contratto di società e quindi di ognuno dei distinti rapporti giuridici che legano il socio quasi totalitario a ciascuno dei soci di minoranza. Per effetto della norma istitutiva del diritto di acquisto, alle situazioni giuridiche soggettive create dal contratto sociale e a tutte le altre pure introdottevi per via dell'integrazione legale dello stesso, si affiancano, su un medesimo piano, anche quelle proprie dello specifico rapporto giuridico di natura potestativa (diritto potestativo / soggezione) previsto dalla norma in discorso[95].

La particolare struttura del rapporto che si instaura fra l'azionista quasi totalitario e ciascuno degli azionisti componenti la minoranza residua, titolari delle azioni oggetto del diritto di acquisto *ex* art. 111 TUF, ripete la struttura di talune *clausole di riscatto* presenti negli statuti di società per azioni, in particolare di quelle in cui la potestà di riscatto sia conferita ai soci anziché alla società[96]. Da questo punto di vista, il diritto di acquisto *ex* art.

---

[95] Quanto all'integrazione legale degli effetti del contratto di società va detto che la dottrina civilista ha riconosciuto che «l'art. 1374, c.c., e le norme da questo richiamate, hanno efficacia generale, sicché non si riferiscono soltanto ai contratti di scambio, ma valgono anche per quelli con comunione di scopo» e in particolare per la società per azioni (cfr. per tutti M. FRANZONI, Degli effetti del contratto, Vol. II - Integrazione del contratto. Suoi effetti reali e obbligatori, Milano, 1999, p. 59 ss., nel Commentario del Codice Civile diretto da P. Schlesinger). La stessa dottrina ha espressamente affermato l'esistenza di un fenomeno di integrazione del contratto di società ex art. 1374 c.c. proprio in relazione a una disciplina legale (art. 4, u.c., reg. 16 settembre 1996, n. 533, sulle società per la gestione dei servizi pubblici) della circolazione azionaria (gradimento, nella specie). A una qualificazione della norma istitutiva del diritto di acquisto come integrazione legale del contratto di società e del contenuto dei rapporti contrattuali fra i soci, non sembra ostare in linea di principio la circostanza che l'art. 111 TUF si applichi alle sole società con azioni quotate. L'originario riconoscimento, sul piano giuridico-formale, della natura contrattuale delle relazioni che intercorrono tra i soci di una s.p.a. non è destinato a cadere per il solo fatto dell'ammissione alla quotazione su un mercato regolamentato. Con l'ammissione alla quotazione, «il piccolo azionista diventa partecipe della duplice caratteristica di socio (in situazione formalmente analoga a quella di un partecipante ad una società a più ristretta base azionaria) e di risparmiatore (in situazione sostanzialmente non diversa da quella degli altri risparmiatori che indirizzano le proprie risorse verso una delle tante forme di investimento offerte sul mercato)» (P.G. JAEGER - F. DENOZZA, Appunti di diritto commerciale, I-Impresa e società, Milano, 1994, 3° ed., p. 443-444). Interessante è anche la prospettiva adottata da A. MORIN, Intuitus personae et sociétés cotées, in Revue trimestrielle de droit commercial et de droit économique, avr.- juin 2000, p. 299 ss. (anche con espliciti riferimenti al diritto contrattuale, specie p. 316), la quale fra l'altro osserva che «d'un point de vue théorique, démontrer la réalité d'un intuitus personae dans les relations entre actionnaires dans une société cotée, c'est reconnaitre implicitement la primauté des relations entre actionnaires dans la société. Ceci aboutit du meme coup à désacraliser la conception extensive de la notion de marché comme pardigme sur lequel on a ancré le régime des sociétés cotées, conception qui gomme les réalités irrationnelles liées aux facteurs humains. Plus théoriquement, l'intuitus personae permet de remettre à jour une idée oubliée derriére l'approche institutionnelle de la société, selon laquelle, contrairement aux apparences, les capitaux ne priment pas sur les hommes» (p. 303).

[96] Sono qualificate come clausole statutarie "di riscatto" tanto quelle che conferiscono il diritto potestativo di acquistare le azioni di titolarità di determinati soci alla società quanto quelle che conferiscono tale diritto ad altri soci (L. CALVOSA, La clausola di riscatto nella società per azioni, 1995, Milano, p. 5 e 42). Va peraltro

111 TUF può essere considerato come una particolare ipotesi di riscatto (a favore del singolo socio, "qualificato" dall'aver conseguito il possesso di più del 95% delle azioni con diritto di voto per effetto di un'o.p.a. avente a oggetto a totalità di tali azioni) introdotta dalla legge negli statuti delle s.p.a. quotate.

In generale, la dottrina italiana ha approfondito soprattutto i profili della *validità* e della *natura, "sociale" o "parasociale"*, delle clausole *statutarie* di riscatto.

Ai fini del presente lavoro il primo profilo non ha un rilievo decisivo, poiché in relazione all'art. 111 TUF non è in discussione la validità di una pattuizione fra privati bensì la qualificazione e la legittimità costituzionale di una norma di legge che integra un'ipotesi esplicita di riscatto. Per completezza, in ogni caso, va detto che ai dubbi in un primo momento sollevati in dottrina e in giurisprudenza in ordine alla legalità della previsione di clausole di riscatto negli statuti di s.p.a. hanno fatto seguito accurate analisi volte a dimostrare l'ammissibilità, in linea di principio, di simili clausole[97].

---

precisato che, nonostante la denominazione comunemente attribuita a tali clausole, esse non integrano ipotesi di "riscatto" nel senso di cui all'art. 1500 c.c., ai sensi del quale il venditore può ri-avere la proprietà della cosa venduta. Segnala sul punto CALVOSA, op. cit., p. 156 che in materia societaria «il termine "riscatto" non deve trarre in inganno: ciò in quanto lo stesso non indica (come potrebbe lasciare intendere il prefisso) che le azioni vengono riacquistate da chi ne sia già stato in precedenza titolare, e cioè che si verifichi una vicenda ri-traslativa, ma più semplicemente esso è il termine utilizzato per esprimere una vicenda acquisitiva-estintiva di natura potestativa». Considerano fattispecie di riscatto le norme di legge che attribuiscono al socio maggioritario di una s.p.a. un diritto potestativo di acquisto delle azioni della minoranza al ricorrere di determinate condizioni (prima dell'introduzione dell'art. 111 TUF nell'ordinamento italiano, e in relazione a esempi tratti dalla legge straniera) sia CALVOSA, op. cit., p. 83 ss. e p. 112, sia M. PERRINO, Le tecniche di esclusione del socio nella società per azioni, Milano, 1997, p. 35, testo e nota 62. In dottrina, l'identità di struttura fra il diritto di acquisto e talune tipologie di clausole statutarie di riscatto è confermata anche dalla comune riconduzione di entrambe le fattispecie allo schema dell'opzione (cfr. VENTORUZZO, Art. 111, cit., p. 474, che considera la fattispecie prevista dall'art. 111 TUF un'opzione ex lege e L. CALVOSA, Sulle c.d. clausole di riscatto, nota a Trib. Milano, 14 luglio 1988 e Bayerisches Oberlandesgericht, 24 novembre 1988, in Banca, borsa e tit. cred., 1991, II, p. 123, la quale osserva, con riguardo alle clausole statutarie di riscatto, che «il meccanismo tecnico-procedimentale sembra essere quello proprio di un contratto di compravendita di azioni stipulato a seguito di un c.d. patto di opzione»; allo schema dell'opzione si sono rifatti anche G. PRESTI, Le clausole di "riscatto" nelle società per azioni, nota a Trib. Milano, 17 aprile 1982 e App. Milano, 14 luglio 1982, in Giur. comm., 1983, II, p. 401, nota 9, e L. STANGHELLINI, I limiti statutari alla circolazione delle azioni, Milano, 1997, p. 83).

[97] In sintesi, va detto che la questione della legalità delle clausole statutarie di riscatto si era posta, nella dottrina e giurisprudenza italiane, precisamente in termini di ammissibilità di ipotesi di riscatto non finalizzate alla riduzione volontaria del capitale mediante annullamento di azioni (di ipotesi, cioè, ulteriori rispetto a quella

espressamente ammessa dalla legge all'art. 2357-bis, n. 1, c.c.). I dubbi in ordine all'ammissibilità del "riscatto non finalizzato" erano sorti, da un lato, per via del possibile contrasto di tale fattispecie con il (preteso) diritto assoluto dell'azionista alla conservazione dello status socii e, dall'altro, in ragione della possibile incompatibilità con i connotati tipologici della s.p.a. (per la soluzione di entrambi gli aspetti, cfr. CALVOSA, La clausola di riscatto, cit., p. 1 ss.; 63 ss.; 173 ss.; 231 ss.). Il tema dell'ammissibilità del riscatto non finalizzato era stato affrontato per la prima volta in giurisprudenza dal Trib. Milano, 17 aprile 1982, cit., p. 397 ss. (nota contr. di PRESTI, Le clausole di "riscatto", cit.): in quell'occasione i giudici milanesi avevano ritenuto illegittima la clausola che prevedeva il riscatto a favore della società di azioni con prestazioni accessorie, in caso di interruzione per qualsiasi causa della prestazione. La decisione del Tribunale veniva però riformata dall'App. Milano, 14 luglio 1982, ivi, p. 400 ss.. (entrambe edite anche in Banca, borsa e tit. cred., 1983, II, p. 506 con nota di G. CARCANO, Riscatto di azioni e azioni riscattabili), che riteneva in generale legittime «clausole statutarie idonee a garantire l'interesse sociale mediante l'esercizio della facoltà di ritiro forzato o di riscatto delle azioni in presenza di situazioni specifiche, oggettive e determinate». Sul tema interveniva anche G.B. PORTALE, Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto, in Riv. soc., 1982, p. 769, ritenendo non in contrasto con la natura "capitalistica" della s.p.a. «clausole statutarie che [..] preved[essero] a favore della società (e/o di altri soci) facoltà di "riscatto" nel ricorrere di eventi afferenti alle persone dei soci», data «la presenza di tutta una serie di norme, quali, ad es., quelle dell'art. 2355, comma terzo, c.c. [..], dell'art. 5, comma primo, r. d. 29 marzo 1942, n. 239 (che consente alla società di non emettere azioni [..]), e soprattutto dell'art. 2345 c.c., che consentendo l'emissione di azioni con prestazioni accessorie introduce nella società per azioni degli elementi che la personalizzano». Successivamente, anche il Trib. Genova, 3 gennaio 1986, in Banca, borsa e tit. cred., 1986, II, p. 428 e in Soc. 1986, p. 411 ss. riteneva legittima la clausola di riscatto, a favore della società, di azioni con prestazioni accessorie per il caso di cessazione di queste anche per cause diverse dall'inadempimento. Secondo il Tribunale, «un tale riscatto, corrispondente senza dubbio all'interesse sociale, non contrasta con alcuna delle norme che definiscono l'essenza della società per azioni». Più tardi, la Cass., 16 aprile 1994, n. 3609, in Soc., 1994, p. 1185 ss. (nota ades. di R. CARAVAGLIOS), cassando l'App. Roma, 28 aprile 1992 (in Soc. 1992, p. 1526, nota contr. di CARAVAGLIOS; in Corr. Giur., 1992, p. 1233, nota ades. di G.M. BERRUTI, Clausole di riscatto e divieto di patti successori; e in Giur. it., 1993, I, 2, c. 488, nota contr. di P. REVIGLIONO, Limitazioni convenzionali alla circolazione delle azioni e trasferimenti "mortis causa"; la sentenza di primo grado era del Trib. Roma, 30 maggio 1990, in Giur. it., 1991, I, 2, c. 830, nota di L. CALVOSA), si pronunciava su una clausola statutaria che stabiliva il riscatto a favore dei soci superstiti di una s.p.a. delle azioni pervenute agli eredi del de cuius, entro un determinato periodo di tempo e secondo un valore da determinarsi in base a criteri prestabiliti. Tale clausola, oltre che valida sotto un profilo societario (come aveva già riconosciuto la sent. impugnata), non era ritenuta contraria nemmeno al divieto dei patti successori ex art. 458 c.c.. In dottrina (per una completa rassegna cfr. PERRINO, Le tecniche di esclusione, cit., p. 26, nota 45) vi è un diffuso consenso sulla necessità che le condizioni per il sorgere del diritto e i criteri per la determinazione del prezzo di riscatto, siano predeterminati in maniera obiettiva. Fermi tali requisiti, ritiene ammissibili le clausole in discorso, «quale che sia il loro concreto atteggiarsi (in favore della società, in favore dei soci o in favore di un terzo), e quali che siano le condizioni in esse dedotte (relative a requisiti soggettivi o ad eventi oggettivi) e il tipo di azioni riguardate», L. CALVOSA, La clausola di riscatto, cit., p. 275-6. PORTALE, Azioni con prestazione accessorie, cit., p. 769 e 773-4 riferisce gli stessi requisiti alle clausole in cui il riscatto sia previsto in favore della società o di altri soci, senza pronunciarsi sull'ammissibilità del riscatto a favore di un terzo. Limita le proprie analisi al riscatto a favore della società PRESTI, Le clausole di "riscatto", cit., p. 404 ss., il quale concorda sulla necessaria presenza dei requisiti suddetti. Con la riforma del 2003, infine, il riscatto non finalizzato ha ricevuto un'esplicita legittimazione legislativa (cfr. il nuovo art. 2437-sexies c.c., che riconosce la possibilità che lo statuto preveda un «potere di riscatto da parte della società o dei soci» di «azioni o categorie di azioni»). In commento alla nuova norma, un'Autrice ha rilevato che alla luce di tale esplicito riconoscimento «[..] l'ambito di applicazione delle clausole di riscatto dovrebbe ritenersi [..] esteso a tutte le ipotesi comunque compatibili con il tipo societario, relative a interessi meritevoli di tutela e, quindi, conformi ai principi generali del sistema» (M. CALLEGARI, Commento all'art. 2437-sexies, in Il nuovo diritto societario, Commentario

Di maggior rilievo per gli scopi del presente lavoro sono invece le analisi che la dottrina ha condotto sul tema della natura, "sociale" o "parasociale", delle clausole di riscatto presenti negli statuti di s.p.a.. Tali analisi si sono inscritte nel più generale dibattito (oggi ancora irrisolto) in ordine alla distinzione del "sociale" dal "parasociale" all'interno degli statuti societari. Il dibattito, che non ha riguardato solo le clausole di riscatto ma anche quelle di prelazione, ha avuto origine dall'osservazione che la natura "sociale" di una clausola – e quindi, da un punto di vista "pratico": *(i)* la sua efficacia "reale" e *(ii)* la possibilità di introdurla, modificarla e sopprimerla a maggioranza[98] – non dipende esclusivamente dal

---

diretto da G. Cottino e G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2004, vol. II, p. 1446). Deve inoltre ritenersi ancora irrinunciabile il principio per il quale eventuali clausole di riscatto devono essere vincolate a situazioni oggettive e predeterminate (cfr. ancora CALLEGARI, op. cit., p. 1446).

[98] Sulla portata pratica da attribuire alla nozione di "efficacia reale" delle clausole statutarie va condiviso, peraltro, quanto osservato da STANGHELLINI, I limiti statutari, cit., p. 126, nota 1, ossia che «il concetto di efficacia reale, nel campo della circolazione delle partecipazioni sociali riceve un'utilizzazione decisamente ambigua [..]. È infatti possibile rilevare che a) alcuni autori definiscono come dotata di efficacia reale la clausola che può essere opposta dalla società all'acquirente, per negargli l'iscrizione nel libro dei soci; [..] in quest'ottica, dunque, il concetto di efficacia reale non ha alcuna attinenza con l'aspetto degli effetti della clausola sulla validità o invalidità del negozio di trasferimento; b) altri autori, invece, definiscono reale la clausola che produce l'inefficacia del trasferimento anche fra le parti; secondo quest'orientamento, pertanto, reale è ciò che, superata l'organizzazione societaria, va ad incidere direttamente sugli effetti del trasferimento fra le parti». Sulle «ambiguità implicite nella formula» dell'efficacia reale, con riferimento, in particolare, alla clausola statutaria di prelazione, si sofferma anche C. ANGELICI, La circolazione della partecipazione azionaria, in Trattato delle società per azioni, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. II*, Torino, 1991, p. 191-2. Sebbene nella giurisprudenza prevalente sia genericamente ammessa l'efficacia "reale" (o "erga omnes") delle clausole di prelazione contenute negli statuti sociali, in essa tuttavia si registra una notevole varietà di posizioni sia in ordine al concreto modo d'intendere quel concetto – se in termini di invalidità (nullità), ovvero di inefficacia, assoluta o relativa, del trasferimento posto in essere in violazione di dette clausole – sia in ordine ai rimedi concretamente esperibili in seguito alla loro violazione (diritto di riscattare direttamente dal terzo acquirente le azioni alienate; applicazione dell'art. 2932 c.c.). Per una rassegna delle diverse posizioni assunte dalla giurisprudenza in materia si rinvia in ogni caso all'opera di V. MELI, La clausola di prelazione negli statuti di società per azioni, Napoli, 1991, p. 156 ss., nonché a M. PALMA - G. ZUDDAS, Rassegna di giurisprudenza, in Prelazione e gradimento nella circolazione di partecipazioni sociali. Antologia a cura di C. Granelli e G. Vettori, Padova, 1997, p. 175 ss. e a P. BALZARINI, Le azioni di società, in Il diritto privato oggi, collana a cura di C. Cendon, Milano, 200, p. 207 ss.. Esula dagli scopi del presente lavoro un accurato esame dei diversi argomenti addotti in dottrina e in giurisprudenza a giustificazione del riconoscimento di una portata del concetto di "efficacia reale" superiore a quella, da considerarsi minima, che si traduce nella legittimazione della società a rifiutare l'iscrizione a libro soci del terzo acquirente.

formale inserimento della stessa nello statuto sociale, ma richiede anche un attento esame del suo contenuto e della sua *funzione*[99].

Le analisi fino ad oggi condotte in dottrina sul tema in discorso rilevano nel presente lavoro soprattutto per due ragioni.

Anzitutto, perché le conclusioni a cui la dottrina più recente è giunta in ordine al profilo funzionale delle clausole statutarie di riscatto, per lo meno di quelle più comuni nella prassi italiana, consentono di evidenziare bene in questa sede le differenze che, proprio sotto il menzionato profilo, sussistono fra quelle clausole e la particolare fattispecie di riscatto *ex lege* (integrativa degli statuti di s.p.a. quotate) contemplata dall'art 111 TUF.

In secondo luogo, perché i risultati degli sforzi compiuti da alcuni Autori nel tentativo di distinguere il "sociale" dal "parasociale" all'interno degli statuti societari (non solamente con riguardo alle clausole di riscatto) possono in qualche misura confermare la natura

[99] La tesi è stata inizialmente svolta nel fondamentale studio di G. OPPO, Contratti parasociali, Milano, 1942, p. 22 ss., che ha evidenziato come l'inserzione nello statuto di determinate pattuizioni fra i soci non implichi necessariamente l'unità della complessiva fattispecie negoziale in esso contenuta. In uno scritto successivo la stessa dottrina ha in ogni caso anche precisato che le pattuizioni complessive stipulate dai soci assumono una qualifica "sociale" o "parasociale" a seconda della volontà e della scelta delle parti, e che dunque la inclusione o non inclusione di quelle pattuizioni nel procedimento sociale vale come indice di quella scelta (ID., Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società, in Riv. dir. civ., 1987, I, p. 523). In seguito allo scritto dello Oppo non sono tuttavia mancate voci, autorevoli in dottrina, fedeli al criterio dell'inserimento formale in statuto: cfr. ad esempio A. MORANO - T. MUSUMECI, Brevi note in tema di patti parasociali, in Riv. not., 1989, I, p. 539, nonché B. LIBONATI, Riflessioni critiche sui sindacati di voto, in Riv. dir. comm., 1989, I, p. 519 ss.: «la inclusione in statuto spersonalizza in principio la clausola, e le dà colorazione "sociale" anche se a rigore potrebbe avere colorazione "parasociale". Da qui, a mia opinione, l'inaccettabilità della tesi che vorrebbe conservata la regolamentazione ex diritto delle obbligazioni di clausole statutarie quando non siano di contenuto propriamente sociale. La inclusione nello statuto non è soltanto questione di forma; è l'accettazione di un'ottica particolare, quella statutaria che vede l'organizzazione dei soci centrata sull'anonima partecipazione al capitale, e l'esclusione della diversa ottica, centrata sulla rilevanza delle persone dei contraenti» (v. però la diversa posizione successivamente assunta dal medesimo A., in ID., Titoli di credito e strumenti finanziari, Milano, 1999, p. 204, in tema di clausole di riscatto, della quale si dirà anche infra). Critico della possibilità e opportunità di distinguere il "sociale" dal "parasociale" all'interno degli statuti societari è stato infine R. COSTI, I patti parasociali e il collegamento negoziale, in Giur. comm., 2004, I, p. 201 ss.. L'A., peraltro, a sostegno della rilevanza del solo criterio del formale inserimento della clausola nello statuto, rileva che la riforma del 2003 ha definitivamente confermato, con il nuovo testo dell'art. 2437, secondo comma, lett. b, c.c., la possibilità di introdurre e rimuovere a maggioranza le clausole statutarie che pongono vincoli alla circolazione delle azioni, salvo (qualora non espressamente escluso dallo statuto) il recesso proprio per quei «soci che non hanno concorso all'approvazione» della relativa delibera. In tal modo, non ha più ragione di porsi una delle questioni pratiche di maggior rilievo connesse alla distinzione tra il sociale e il parasociale all'interno degli statuti.

"sociale" anche della fattispecie legale di riscatto prevista dall'art. 111, e quindi la sua portata integrativa del contratto di società.

L'utilizzazione, allo scopo di qualificare la norma istitutiva del diritto di acquisto come norma integrativa del contratto di società (e non come norma esclusivamente *di mercato*), di criteri analoghi a quelli già elaborati dagli interpreti in occasione della distinzione del sociale dal parasociale all'interno degli statuti societari[100] pare giustificarsi per la circostanza che in entrambi i casi si tratta di risolvere un *problema di qualificazione*, di una disciplina di fonte legale nel primo caso, di fonte convenzionale nel secondo. L'affinità delle due operazioni non sembra smentita dalla considerazione che, nel caso della qualificazione di una disciplina statutaria, e non nel caso della qualificazione di una norma di legge, sarebbe esclusivamente in gioco la ricognizione della volontà di parti contraenti (precisamente: se esse abbiano *voluto* regolare rapporti solo interindividuali e incidentali, oppure realmente disciplinare l'organizzazione di ogni futura attività dell'ente creato per l'esecuzione del contratto). In materia di statuti di società per azioni, infatti, secondo un orientamento della

[100] Dal punto di vista del metodo, si rende cioè necessario delimitare l'area di estensione del descritto fenomeno integrativo, mediante l'individuazione di criteri a tal fine idonei. In difetto di simili criteri si finirebbe infatti con l'attrarre nell'ambito del "contratto", tramite il canale dell'integrazione legale dello stesso, qualsiasi norma di legge che prevedesse, al ricorrere di determinate circostanze e per le più svariate ragioni ed effetti, il sorgere di un rapporto di natura potestativa, intercorrente fra due soggetti che fossero anche soci di una medesima società e avente ad oggetto la proprietà azionaria di uno di essi. Si immagini, per fare un esempio, un'ipotetica fattispecie analoga, sotto il profilo funzionale, a quella del riscatto delle concessioni amministrative (che – come si ricorderà – rappresentava, a termini della teorica di Salvatore Pugliatti esposta nel Capitolo I, un tipico caso di trasferimento potestativo). In particolare, si ipotizzi che una norma di legge, generale e astratta, riconosca in capo all'ente pubblico concedente il diritto di riscattare non già l'azienda con la quale un soggetto privato esercitasse un determinato servizio in regime di concessione, bensì le azioni della società con la quale tale servizio fosse svolto. Si immagini inoltre che l'ente concedente sia socio della s.p.a. concessionaria (con una partecipazione evidentemente di minoranza, poiché in caso contrario non potrebbe riconoscersi l'esercizio del servizio pubblico in capo al privato). A queste condizioni, una norma di legge che prevedesse in capo al socio-concedente, dopo il decorso di un certo numero di anni dal provvedimento di concessione o in ogni caso al ricorrere di determinate circostanze prestabilite, un diritto di acquisto del pacchetto di maggioranza (o della parte di esso comunque sufficiente a determinare il trasferimento del controllo, e così il passaggio del servizio nuovamente in mano pubblica) integrerebbe, allo stesso modo del diritto di acquisto ex art. 111, un'ipotesi legale di trasferimento potestativo della proprietà azionaria da un socio a un altro. È piuttosto evidente, tuttavia, l'estraneità di tale ipotizzata disciplina al "perimetro" del contratto di società e la conseguente esclusione di alcuna sua portata integrativa ex art. 1374 c.c.. La situazione giuridica soggettiva attiva, di natura potestativa, ipotizzata in capo all'ente-socio avrebbe infatti causa non già nel contratto di società, bensì nel rapporto di concessione. Essa del resto, a differenza (come si mostrerà infra nel presente paragrafo) di quella riconosciuta in capo al socio quasi totalitario ex art. 111 TUF, non sarebbe idonea a conferire alcun valore aggiunto, sul piano funzionale, allo schema contrattuale societario, inteso quale modello legale per l'esercizio di un'attività economica.

dottrina e giurisprudenza più recenti, un'interpretazione *oggettiva* dovrebbe considerarsi preferibile[101].

Va detto allora che, nel tentativo di "isolare" un criterio idoneo a fondare la cennata distinzione del "sociale" dal "parasociale" sulla base di un'analisi contenutistica e funzionale delle diverse pattuizioni presenti all'interno degli statuti societari, si è talvolta osservato che occorre verificare se la clausola, «per il tipo di *problemi* cui si rivolge, può effettivamente far parte dell'*organizzazione* societaria o non attiene invece a questioni le quali, data la loro natura, concernono esclusivamente gli interessi individualistici dei soci»[102].

Sulla base di tale criterio è stata affermata in dottrina la natura propriamente "sociale", oltre che delle clausole statutarie di prelazione (anche di quelle che non contengano alcun elemento di disciplina diretta dell'agire degli organi sociali)[103], anche delle clausole statutarie di riscatto.

---

[101] Così, fra gli altri: STANGHELLINI, I limiti statutari, cit., p. 135 e C. ANGELICI, Appunti sull'interpretazione degli statuti di società per azioni, in Riv. dir. comm., 1993, I, p. 797 ss.; Cass., 10 novembre 1996, n. 10970, in Soc., 1997, p. 539. In generale – e nonostante la valorizzazione del sostrato contrattuale dei rapporti fra i soci che ha ispirato la riforma del 2003, e in particolare l'ampliamento dell'area di autonomia statutaria da essa consentito (soprattutto in relazione alle società "chiuse") – un'interpretazione e qualificazione oggettiva delle norme contenute negli statuti di s.p.a., e in particolare di quelle "aperte" o quotate, si rende pur sempre opportuna in considerazione del fatto che le parti in contratto sono destinate a mutare frequentemente in conseguenza della vocazione alla circolazione che contraddistingue la partecipazione azionaria.

[102] Così C. ANGELICI, Le disposizioni generali sulla società per azioni. La costituzione della società per azioni. La partecipazione azionaria nella società per azioni, in Trattato di diritto privato diretto da P. Rescigno, vol. 16, Torino, 1985, p. 234.

[103] Va precisato peraltro che la dottrina (Angelici) alla quale si deve l'enunciazione del criterio generale (richiamato nel testo) sul quale fondare la distinzione del "sociale" dal "parasociale" negli statuti societari ha affermato la natura "sociale" delle clausole di prelazione non solo muovendo, in linea di principio, dall'affermazione della pertinenza delle clausole in questione ai problemi concernenti l'assetto organizzativo della società (cfr. le citaz. nella nota che precede), ma considerando soprattutto decisiva l'espressa indicazione del legislatore contenuta nel (vecchio) art. 2355, terzo comma, c.c.. La disposizione in questione prevede(va) infatti che «l'atto costitutivo può sottoporre a particolari condizioni l'alienazione delle azioni nominative» (oggi, per effetto della riforma del 2003, rileva il primo comma del nuovo art. 2355-bis, ai sensi del quale «nel caso di azioni nominative ed in quello di mancata emissione dei titoli azionari, lo statuto può sottoporre a particolari condizioni il loro trasferimento»). Pertanto, data la "naturale" competenza organizzativa che la legge stessa attribuisce in termini generali allo statuto (art. 2328, u.c., c.c.), si imporrebbe il riconoscimento della natura organizzativa delle clausole statutarie di prelazione, che ben integrano un'ipotesi di limitazione al trasferimento delle azioni. Si noti che, secondo tale costruzione, ciò che in definitiva fonda la natura "sociale" della clausola in questione non è il mero inserimento di essa in statuto ad opera delle parti, bensì la competenza statutaria espressamente riconosciuta dal legislatore con la previsione del vecchio art. 2355, terzo comma, c.c.. Osserva ANGELICI, La circolazione della partecipazione, cit., p. 155, che «in termini generali, meritano di essere sottolineati il senso ed il ruolo di quell'"interesse" della società su cui si fonda la sua competenza statutaria. Si

Ai fini dell'affermazione della natura "sociale" delle clausole statutarie di riscatto – per lo meno di quelle più comuni nella prassi italiana, nelle quali il diritto di riscatto sia attribuito alla società e subordinato al venir meno di determinati *requisiti personali* dei soci –, ha avuto rilievo, fra l'altro, la considerazione che tali clausole assolvono una *funzione di "personalizzazione" dell'organizzazione* societaria. Si è evidenziato che «la clausola di riscatto si rivela [..], in quest'ottica, quale mezzo tecnico di un interesse sostanzialmente diretto a realizzare un rigoroso controllo sulla composizione della compagine sociale; e, più specificamente, a garantire lo stabile mantenimento dei *connotati personalistici impressi a particolari tipi di s.p.a.* o a peculiari categorie di rapporti sociali (relativi, ad esempio, a prestazione accessorie connesse alle azioni, o all'azionariato dei dipendenti) all'interno di questa» e «si dimostra, in tal senso, quale strumento inteso – in quanto ambisce altresì a porsi come regola oggettiva valevole rispetto a tutti i successivi acquirenti delle partecipazioni azionarie – a svolgere una funzione complementare, e per certi versi speculare a quella che assolvono le clausole limitative della circolazione delle azioni [..]»[104].

Se ne è concluso che «non sembra esservi difficoltà ad ammettere [..] che un siffatto interesse alla personalizzazione della società azionaria possa talora considerarsi a pieno titolo appartenente all'area del vero e proprio *interesse sociale* – in quanto connesso [..] alle

---

tratta, in un certo senso per definizione, di un interesse di portata organizzativa» (secondo l'A. «la competenza statutaria stessa» prevista dalla legge all'art. 2355, terzo comma, c.c. «evidenzia infatti trattarsi di temi organizzativi: se non altro in quanto sarebbe ben difficile diversamente giustificarla»). «È sulla base di questa norma che diviene possibile riconoscere alla nostra clausola una portata diversa rispetto a quella soltanto obbligatoria in principio predicabile per la prelazione convenzionale» (p. 193).

[104] PERRINO, Le tecniche di esclusione, cit., p. 358. La connessione, spesso rilevata in dottrina, tra l'"organizzazione" e il "tipo" in materia societaria (v. per tutti P. SPADA, Dalla nozione al tipo della società per azioni, in Riv. dir. civ., 1985, I, p. 129: «ad un unico modello funzionale, quello descritto dall'art. 2247 c.c., sono ancorati più modelli organizzativi, i tipi, appunto, di società»; analogamente G. MARASÀ, Le "società" senza scopo di lucro, Milano, 1984, p. 167; e v. anche, per una posizione più articolata, G. OPPO, Sulla «tipicità» delle società quotate, in Riv. dir. civ., 1999, II, p. 485) spiega perché lo sforzo di dimostrare il valore autenticamente organizzativo di certe clausole statutarie relative alla circolazione delle azioni – di quelle strutturalmente limitative di tale circolazione (gradimento e prelazione) così come di quelle che consentono il riscatto al venir meno di determinati requisiti soggettivi dei soci – sia stato per lo più accompagnato dalla necessaria individuazione del sottotipo della s.p.a. "chiusa" (cfr. ad es., per la clausola di prelazione, MELI, La clausola di prelazione, cit., p. 101 ss., il quale fra l'altro osserva che «la graduazione dell'organizzazione avviene [..] non solo tra tipi legali, contribuendo a distinguerli, ma anche tra tipi sociali all'interno del medesimo tipo legale»; e, per la clausola di riscatto, lo stesso PERRINO, op. cit., in part. p. 260).

caratteristiche oggettive ed alle *condizioni di utile esercizio dell'attività* – anziché soltanto individualistico dei soci»[105].

[105] Ancora PERRINO, op. cit., p. 359. Altri A. si sono pronunciati in modo esplicito sulla natura e sulla conseguente efficacia (reale o solo obbligatoria) delle clausole statutarie di riscatto. Riconosce ampiamente l'efficacia reale di clausole statutarie di riscatto sia a favore di altro socio sia a favore della società, CALVOSA, La clausola di riscatto, cit., p. 161 ss. e 165 ss., fondandola in particolare sulla diretta applicabilità alle clausole in discorso delle norme, ritenute "transtipiche" (p. 115 ss.), di cui agli artt. 1504, sulla vendita con patto di riscatto, e 732 c.c. in tema di retratto successorio. In ordine all'altra importante conseguenza pratica del riconoscimento della natura "sociale" di una determinata clausola statutaria (ossia le modalità di introduzione, modifica e soppressione della clausola) la medesima Autrice afferma che «la clausola di riscatto può essere introdotta e soppressa con delibera maggioritaria, sia con riferimento alle azioni di futura emissione, sia con riferimento a quelle già emesse e in circolazione». A tale conclusione l'A. questa volta perviene proprio valorizzando la portata organizzativa della clausola di riscatto «e ciò non soltanto quando il riscatto medesimo sia disposto in favore della società o di un terzo, ma anche quando sia previsto in favore dei soci (a meno che, s'intende, non sia stato voluto ed espressamente concepito come patto parasociale). [..I] due momenti dell'introduzione e della soppressone della relativa clausola non possono che attenere all'organizzazione [..]. Spetta pertanto alla maggioranza assembleare deliberare in ordine all'introduzione e alla soppressione della clausola» (p. 220). La posizione di Lucia Calvosa è accolta da R. WEIGMANN, Società per azioni, in Digesto. Discipline privatistiche. Sezione commerciale, XIV, Torino, 1997, p. 406. Ammette l'efficacia reale della clausola di riscatto STANGHELLINI, I limiti statutari, cit., p. 83 ss., il quale adotta un'impostazione non molto dissimile da quella espressa sul punto da Lucia Calvosa, ma nel contempo sottolinea che (data la struttura della clausola, che non limita l'opponibilità alla società di un dato fenomeno di circolazione delle azioni, ma addirittura lo impone tra le parti) il problema dell'accertamento, dal punto di vista del diritto societario, della natura sociale o parasociale delle clausole in discorso risulterebbe «mal posto» e «privo di risvolti pratici», e conseguentemente afferma, fra l'altro, che tali clausole potrebbero «avere un valore soltanto parasociale (anche se ciò mi pare dubbio) e nonostante ciò essere dotata di efficacia reale (cioè di opponibilità erga omnes)». Ha riconosciuto alle clausole statutarie in discorso un'efficacia solo obbligatoria ANGELICI, La circolazione della partecipazione, cit., p. 208, che è parso riferire tale conclusione al riscatto a favore di altro socio: «non sembra che vi siano difficoltà a riconoscere la validità ed efficacia di tali clausole sul piano "parasociale" dell'imposizione di un obbligo (ed attribuzione del correlativo diritto) al socio; ben più difficile pare invece, per l'estraneità stessa delle nozioni di diritto ed obbligo allo statuto organizzativo della società, riconoscere ad esse quell'efficacia "reale" che è propria di tale statuto». Questa conclusione (anteriore alla riforma del 2003 e all'entrata in vigore, con essa, del nuovo art. 2437-sexies c.c.), sembra spiegarsi in ragione della più generale impostazione adottata da tale dottrina, e resa esplicita soprattutto in relazione alla clausola di prelazione (p. 194), per cui andrebbero mantenuti ben distinti i due piani del significato della clausola in quanto (i) oggettiva regola statutaria per il trasferimento della partecipazione azionaria e in quanto (ii) strumento di realizzazione degli interessi individuali dei soci. A tale impostazione, peraltro, si contrappone quella di chi in dottrina, sempre in termini generali, teorizza la possibile convivenza su un medesimo piano di entrambe le funzioni della clausola di prelazione, evidenziando come il diritto soggettivo e l'attuazione del rapporto obbligatorio siano strumentali alla realizzazione dell'assetto organizzativo (MELI, La clausola di prelazione, cit., p. 52). Argomentando addirittura dall'incompatibilità con il tipo della s.p.a., SANTOSUOSSO, Il principio di libera trasferibilità, cit., p. 308 ss. riconosce efficacia meramente obbligatoria anche a clausole che prevedano il riscatto a favore della società, al di fuori dei casi tipici ed eccezionali previsti dalla legge (ad es. art. 2357-bis, primo comma, n. 1 c.c.) o dell'ipotesi di società che abbiano emesso azioni con prestazioni accessorie o società consortili per azioni. Per l'efficacia meramente obbligatoria della clausola statutaria di riscatto fra soci è anche B. LIBONATI, Titoli di credito e strumenti finanziari, Milano, 1999, cit., p. 204.

Ben diversa dalla funzione di "personalizzazione" della compagine sociale assolta dalle fattispecie di riscatto più comuni nella prassi statutaria è la funzione della particolare ipotesi di riscatto (*a favore di altro socio*, "qualificato" dall'aver conseguito il possesso di più del 95% delle azioni con diritto di voto per effetto di un'o.p.a. avente a oggetto la totalità di tali azioni) contemplata dall'art. 111 TUF.

Tale ipotesi di riscatto, in considerazione della particolare condizione alla quale è subordinato il sorgere del diritto potestativo, privilegia *in via immediata e diretta* alcuni interessi dell'azionista *che abbia lanciato un'offerta pubblica di acquisto totalitaria* sulle azioni di una società quotata. *Indirettamente*, allora, la presenza dell'istituto nella regolamentazione, incentivando il lancio di o.p.a. totalitarie, finisce con l'aumentare le occasioni di disinvestimento delle partecipazioni azionarie a prezzi convenienti, con effetti generalmente positivi sul *valore* di mercato delle azioni di società quotate, e contribuisce a rendere in definitiva *più "appetibile" l'investimento in borsa*.

Da questo punto di vista, pertanto, anche il riscatto di azioni *ex* art. 111 TUF ha una portata "organizzativa" dell'attività economica dell'ente, in quanto incide sulle caratteristiche oggettive e sulle condizioni di utile esercizio di quell'attività, migliorando la capacità di *raccolta, da parte delle società quotate, del necessario capitale di rischio sul mercato*[106].

---

[106] Peraltro, data soprattutto l'elevatissima soglia in corrispondenza della quale oggi sorge, ai sensi della legislazione italiana, il diritto potestativo in discorso, l'utilità dell'istituto si apprezza soprattutto nel contesto di offerte totalitarie finalizzate al *going private* di società quotate. Tuttavia, negli ordinamenti giuridici nei quali l'istituto storicamente è nato (inglese e nord-americano; vuoi in forma "esplicita", cioè come compulsory acquisition, vuoi in forma "implicita", cioè come freeze-out merger) l'opportunità della sua introduzione è stata evidenziata soprattutto in contesti di takeover (trasferimento del controllo), piuttosto che in contesti di going private. Ora, è vero che anche o.p.a. totalitarie lanciate dall'azionista di controllo e finalizzate al going private della società devono di norma proporre, per avere successo, prezzi superiori al prezzo corrente di mercato delle azioni oggetto dell'offerta; è vero quindi che anche tali offerte rappresentano normalmente occasioni di vantaggioso realizzo delle partecipazioni azionarie. Tuttavia, i cennati effetti positivi sul valore di mercato delle azioni di società quotate dovuti alla presenza dell'istituto nella regolamentazione sono più evidenti in contesti di mercato nei quali l'istituto (vuoi per la presenza nella realtà di assetti proprietari più contendibili, vuoi per la presenza nella regolamentazione di soglie di freeze-out più basse) può costituire soprattutto un incentivo al lancio di o.p.a. totalitarie preventive finalizzate al trasferimento del controllo. Da questo punto di vista, infatti, incentivando il lancio di simili offerte, l'istituto ha l'ulteriore effetto di rafforzare la funzione disciplinare esercitata sul management dalla minaccia di un takeover ostile.

In ogni caso, l'aumento della probabilità che vengano lanciate o.p.a. totalitarie al di sopra del prezzo di mercato, vuoi finalizzate al going private vuoi finalizzate al takeover di una società quotata, dovrebbe, in un mercato efficiente, influenzare positivamente la valutazione delle azioni di tali società, rendere più appetibile l'investimento in borsa e quindi migliorare la capacità degli emittenti di raccogliere i necessari capitali di rischio

Si potrebbe notare, anzi, che l'ambito al quale appartengono fattispecie statutarie di riscatto legate al venir meno di determinati requisiti personali in capo ai soci è un ambito per lo più "interno" dell'agire sociale, in particolare quello dell'organizzazione dell'*attività corporativa* dell'ente: dette clausole regolano la circolazione della legittimazione a intervenire, tramite esercizio del diritto di voto connesso all'azione, nell'assunzione delle decisioni rilevanti del gruppo organizzato e, da questo punto di vista, hanno la funzione di garantire un certo grado di prevedibilità e omogeneità di quelle decisioni, previa assicurazione dell'omogeneità dei soggetti che hanno diritto di partecipare alla loro assunzione.

Nell'ipotesi di riscatto *ex* art. 111 TUF si è invece in presenza di una particolare disciplina della circolazione azionaria i cui effetti, superando il profilo meramente interno dell'agire sociale, emergono addirittura su un fronte esterno di tale agire, poiché influenzano la stessa *attività economica* dell'ente, in particolare il versante di essa che concerne la raccolta del capitale di rischio necessario per il raggiungimento degli scopi sociali.

L'evidenziata funzionalità, sia pure *indiretta*, all'interesse "sociale" e il conseguente riflesso sull'organizzazione dell'attività economica dell'ente sembrano dunque elementi idonei a fondare il carattere propriamente "sociale" anche della norma istitutiva del diritto di acquisto[107].

---

sul mercato. Tutelando dunque in via immediata e diretta gli interessi particolari dell'azionista di controllo che abbia lanciato un'o.p.a. totalitaria, l'istituto soddisfa indirettamente un interesse "sociale". Il rilievo di tale funzione "sociale" dell'istituto vale in una certa misura, come detto, anche in relazione all'attuale configurazione che esso assume nell'art. 111 TUF, ma varrebbe in maggior misura per eventuali versioni del diritto di acquisto più "coraggiose", qualora il legislatore decidesse un significativo abbassamento della soglia di esercizio del diritto in modo da rendere l'istituto utile anche in contesti di o.p.a. finalizzate al takeover.

[107] L'introduzione del diritto d'acquisto ex art. 111 TUF mostra dunque che non può essere ravvisata un'incompatibilità assoluta tra l'istituto del riscatto di azioni e il regime delle società quotate. Un'incompatibilità, infatti, esiste solo per quelle particolari clausole di riscatto che sono funzionali alla "personalizzazione" della s.p.a.. La questione era stata attentamente esaminata in dottrina già prima dell'entrata in vigore del Testo Unico. Osservava in particolare PERRINO, Le tecniche di esclusione, cit., p. 364-5 che dall'«accostamento, sotto il profilo degli interessi serviti, tra le clausole in oggetto e quelle limitative della circolazione azionaria», si poteva «trarre, anzitutto, (quanto meno) il diniego di quel rilievo organizzativo alle ipotesi convenzionali di riscatto incluse negli statuti di società quotate nei mercati regolamentati, facendo capo alla medesima motivazione che giustifica l'incompatibilità tra la quotazione in questi mercati e le predette clausole limitative, quest'ultima già sostenuta in dottrina prima ancora d'essere formalmente sancita sul piano normativo (regolamentare): la contraddittorietà, cioè, della previsione di regole statutarie intese a dar rilievo alle caratteristiche personali dei soci, rispetto ad un assetto di interessi volto, al contrario, a privilegiare l'anonimità della compagine sociale, per l'esigenza di una rapida ed estesa circolazione delle azioni connessa la fare appello al pubblico risparmio». Per la medesima ragione CALVOSA, La clausola di riscatto, cit., p. 6 ss. limitava opportunamente l'esplicita rilevazione di un'incompatibilità fra il riscatto di azioni e il regime delle società quotate al solo caso delle clausole finalizzate alla personalizzazione della s.p.a., ammettendo la possibile

Va segnalato peraltro che tale conclusione potrebbe forse non essere condivisa da quella stessa dottrina, alla quale fin qui si è fatto ripetutamente richiamo, che pure ha evidenziato in generale il carattere "sociale" dell'interesse sotteso alle clausole di riscatto finalizzate alla "personalizzazione" della s.p.a.. La medesima dottrina ha in effetti anche precisato che «non basta [..], ai fini dell'accertamento della portata organizzativa o parasociale delle clausole di riscatto, così come di ogni altra determinazione dell'atto costitutivo, limitarsi all'individuazione dell'interesse a queste sotteso, e verificare se esso abbia natura collettiva, o invece individuale», ma che «occorre stabilire, altresì, se detto interesse sia poi effettivamente in grado di esprimersi a livello di organizzazione, di tradursi cioè in regole dell'attività comune, quindi in disciplina dell'agire degli organi sociali: ché questo è, in realtà, il significato proprio degli "statuti", ed allora solo in quanto riconoscibili come regole siffatte, le disposizioni del documento costitutivo della società possono legittimamente aspirare a condividere il peculiare regime delle determinazioni statutarie»[108].

Secondo questa impostazione, sarebbe dunque da «escludere la possibilità di accordare rilievo organizzativo a quelle tipologie di clausole, *in cui il potere di riscatto delle azioni risulti attribuito, anziché alla società, al singolo socio*», come accade nel caso dell'art. 111 TUF, «o addirittura a un terzo. [..]. Ciò che sembra generalmente mancare nelle ipotesi di riscatto suddette è [..] una qualche forma di *coinvolgimento dell'agire della società*, una regola cioè della sua attività [..]. Altro di regola non v'è, invece, nel caso [..] in esame, che un rapporto di tipo interindividuale; mentre il fatto che questo abbia o no regolare attuazione non interessa l'azione sociale, non si riflette sui poteri o doveri degli organi della società, modificandone in qualche misura il contenuto rispetto al loro regime legale»[109] .

---

esistenza di clausole di riscatto aventi una diversa funzione, del tutto compatibile con quel regime: «se si ha riguardo alla finalità di chiusura della compagine sociale sottesa alla previsione di clausole di questo tipo, nonché alla personalizzazione della partecipazione azionaria che essa determina, possono sussistere dubbi circa la predetta compatibilità. Si tratterà pertanto di valutare in concreto, in relazione alla singola previsione statutaria, se la compatibilità con la disciplina dell'ammissione a quotazione sussista o meno». Da ultimo, a seguito della riforma del 2003, v. CALLEGARI, op. cit., p. 1447, in commento al nuovo art. 2437-sexies c.c. applicabile anche alle società quotate, che in generale apre alla possibilità di previsioni statutarie di clausole di riscatto «di azioni o categorie di azioni» «da parte della società o dei soci».

[108] PERRINO, Le tecniche di esclusione, cit., p. 359-360.

[109] PERRINO, op. cit., p. 359-360. In effetti, la riflessione dell'A. citato, da ultimo richiamata nel testo, sembra in qualche misura valida anche in relazione al riscatto ex art. 111 TUF. Nella fattispecie in esame non è facile rinvenire un significativo elemento di disciplina diretta dell'agire degli organi sociali; nella assai sintetica disciplina legale della vicenda circolatoria di cui all'art. 111 non vi è, in altre parole, una modificazione di

Tale orientamento sembra dovuto all'adozione, e alla conseguente estensione alle clausole di riscatto, di un criterio di distinzione del "sociale" dal "parasociale" già proposto in dottrina al fine di verificare, in particolare, la natura "sociale" delle clausole statutarie di prelazione: tale natura è stata infatti riconosciuta, da alcuni, solo allorché queste contengano un qualche elemento di disciplina diretta dell'agire dell'organizzazione (per es. l'attribuzione alla società della competenza ad effettuare la necessaria *denuntiatio*). Pertanto «la mancanza di qualsiasi norma di organizzazione ost[erebbe] alla possibilità di ricomprendere la clausola di prelazione fra quelle statutarie»[110].

L'eccessiva ristrettezza di tale criterio, tuttavia, è stata già efficacemente evidenziata dall'osservazione, ormai acquisita al dibattito teorico sulla prelazione statutaria e qui estensibile al tema del riscatto di azioni, che «non è ignoto al diritto delle società per azioni il fenomeno per cui il legislatore affida *in via mediata* la tutela dell'interesse sociale all'iniziativa *del socio che ha in essa anche un interesse personale*, creando un rapporto di strumentalità tra questo e quello»[111] .

---

portata rilevante dei poteri e doveri degli organi sociali rispetto al loro regime "normale". Tale portata, anzitutto, non può riconoscersi alla necessaria «comunicazione dell'avvenuto deposito del prezzo di acquisto presso una banca alla società emittente» prevista dal terzo comma della disposizione in discorso, dato che in essa la società ha un ruolo esclusivamente passivo. In questo caso, infatti, l'art. 111 si limita a prevedere, quale condizione di efficacia del trasferimento potestativo della proprietà azionaria dal socio riscattato al socio riscattante, l'effettuazione di una dichiarazione ricettizia che ha per destinatario un soggetto (la società emittente) terzo rispetto ai protagonisti della vicenda traslativa (per l'individuazione del momento in cui si perfeziona il trasferimento della proprietà delle azioni riscattate). Di maggior rilievo – ma in ogni caso non decisivo – è la successiva previsione del terzo comma dell'art. 111, in base alla quale la società emittente, a seguito della comunicazione dell'avvenuto deposito del prezzo presso la banca, deve «provvede[re] alle conseguenti annotazioni a libro soci».

[110] MACCABRUNI, Clausole statutarie di prelazione, cit., p. 100-101, e già CORAPI, Gli statuti delle società per azioni, cit., p. 185 nonché GATTI, L'iscrizione nel libro dei soci, cit., p. 112 ss.

[111] Così MELI, La clausola di prelazione, cit., p. 52. Ecco, in termini integrali, la critica che l'A. rivolge alle posizioni della dottrina sopra richiamata: «è chiara la dipendenza di [tali posizioni] dalla costruzione della prelazione societaria secondo la direzione degli immediati rapporti obbligatori che essa, di volta in volta, sembra configurare. L'errore sta qui nel giudicare, ancora una volta, l'istituto della prelazione in astratto, come figura civilistica generale. [..]. E ciò come se non rivestisse alcuna importanza la circostanza che la prelazione è, nel caso di specie, sostanzialmente e non solo formalmente chiamata ad operare all'interno di una collettività organizzata. [..]. Non è del resto ignoto al diritto delle società per azioni il fenomeno per cui il legislatore affida, in via mediata la tutela dell'interesse sociale all'iniziativa del socio che ha in essa anche un interesse personale, creando un rapporto di strumentalità tra questo e quello. Tale disegno rappresenta del resto l'applicazione a questo campo dell'esperienza giuridica di un principio consolidato dell'economia liberale e degli ordinamenti giuridici che ad essa fondamentalmente si ispirano. Cioè quello per cui la promozione dell'interesse comune passa per l'attribuzione ai singoli di stimoli individuali a comportarsi in modo conforme alla realizzazione di tale interesse». Al riguardo, Meli ricorre al significativo esempio del diritto, attribuito al socio assente o dissenziente, di impugnare, ex art. 2377 c.c. (nel testo precedente alla riforma del 2003), le delibere assembleari contrarie alla

Pertanto, dovrebbero considerarsi "sociali" non solo le norme (statutarie o legali) che disciplinano in via diretta l'agire degli organi esecutivi del contratto, ma anche quelle che direttamente regolano la sola azione individuale dei soci, tuttavia in funzione strumentale alla realizzazione (anche *indiretta*) di un interesse riferibile al gruppo, con conseguenti riflessi sull'organizzazione delle attività interne o *esterne* di questo[112].

---

legge o all'atto costitutivo, sottolineando, anche con richiami di altra dottrina (G. GRIPPO, L'assemblea nella società per azioni, nel Tratt. dir. priv., diretto da P. Rescigno, vol. 16, Torino, 1985, p. 421), che tale diritto d'impugnativa, «così come viene riconosciuto dal legislatore, non può risultare comprensibile, nel contesto dell'entità societaria, se non alla luce della realizzazione dell'interesse extraindividuale alla conformità dell'azione sociale alla legge e all'atto costitutivo» (MELI, op. cit., p. 52, testo e nota 48).

[112] Con la riforma del 2003 sembra aggiungersi un ulteriore argomento a favore del riconoscimento della portata organizzativa e della natura "sociale" di fattispecie (statutarie o legali) di riscatto nelle quali il diritto potestativo sia riconosciuto non alla società ma ai soci. Il nuovo art. 2437-sexies dispone infatti espressamente che lo statuto possa prevedere, in relazione ad «azioni o categorie di azioni», «un potere di riscatto da parte della società o dei soci». Dovrebbe allora estendersi anche alla fattispecie del riscatto di azioni (anche da parte dei soci) un argomento che autorevole dottrina aveva già proposto in relazione alla prelazione statutaria. Osservava infatti ANGELICI che (i) la "naturale" competenza organizzativa riconosciuta dal legislatore agli statuti di s.p.a. (art. 2328, u.c., c.c.) e (ii) l'esplicita indicazione, sempre da parte del legislatore, della competenza degli statuti a prevedere eventuali condizioni alla circolazione delle azioni (vecchio art. 2355 c.c.) imponevano di riconoscere la natura organizzativa e "sociale" delle clausole statutarie di prelazione. Prima della riforma, simile argomento non poteva pacificamente valere per le clausole di riscatto. Ciò perché tali clausole, formalmente, non rientrano fra le condizioni o limitazioni alla circolazione delle azioni, di cui parla(va) il vecchio art. 2355 c.c. (e di cui oggi parla il nuovo art. 2355-bis), e dunque per esse, prima del 2003, non si rinveniva nella legge alcuna espressa indicazione legislativa di pertinenza alla competenza ratione materiae degli statuti societari (cfr. STANGHELLINI, I limiti statutari alla circolazione, cit., p. 83, il quale sottolinea che dal punto di vista strutturale la clausola di riscatto «non aggiunge un elemento in più alla fattispecie traslativa perché essa rilevi per la società, ma prevede essa stessa una fattispecie traslativa forzosa»; analogamente CALVOSA, La clausola di riscatto nella società per azioni, cit., p. 44 e PERRINO, Le tecniche di esclusione, cit., p. 362 ss.; v. però infra, la nota 55 di questo Capitolo per una lettura più "sostanziale" della natura delle clausole di riscatto, o perlomeno di alcune tipologie di tali clausole, che possono rappresentare di fatto un limite alla circolazione delle azioni). Per effetto del nuovo art. 2437-sexies c.c., in ogni caso, l'argomento sopra richiamato può essere esteso anche alle clausole statutarie di riscatto, e in particolare anche a quelle in cui il riscatto sia previsto a favore dei soci e non della società. Più in generale, allora, la pertinenza della fattispecie del riscatto di azioni alla competenza ratione materiae dello statuto e quindi all'ambito dell'organizzazione societaria, dovrebbe essere virtualmente riconosciuta anche all'ipotesi legale di riscatto contemplata dall'art. 111 TUF.

Da questo punto di vista, dunque, alla norma istitutiva della fattispecie di riscatto di azioni contemplata dall'art. 111 TUF dovrebbe essere riconosciuta la natura di norma di diritto societario[113]. Tale norma integra il contratto di società e, in particolare, "caratterizza" lo specifico "modello" (o "tipo", per chi lo ritenga tale) della s.p.a. quotata[114], genericamente

[113] Depone inoltre a favore di una qualificazione della disposizione ex art. 111, primo comma, TUF come norma di diritto societario e non di mercato, l'art. 105, secondo comma, TUF, che limita l'applicabilità dell'intera Sezione del TUF dedicata all'o.p.a. obbligatoria e al diritto di acquisto alle sole società italiane (aventi azioni ordinarie quotate in mercati regolamentati italiani). In generale, sulla qualificazione internazional-privatistica delle norme sull'o.p.a. obbligatoria, già T. BALLARINO, La società per azioni nella disciplina internazionalprivatistica, nel Trattato delle società per azioni, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, vol. 9, Tomo I, 1994, pp. 148 e 193, riteneva, prima del Testo Unico, che per l'individuazione dei casi di offerta obbligatoria fosse competente la lex societatis della target. Con l'entrata in vigore del TUF, sempre in relazione alla disciplina dell'o.p.a. obbligatoria e prescindendo da alcun riferimento a una sua eventuale portata integrativa dei rapporti contrattuali fra i soci – ciò che del resto sarebbe dubbio, a tacer d'altro, perlomeno nei casi in cui l'obbligo di "offrire" agli azionisti di minoranza sorgesse in capo a un soggetto non legato a quelli da alcun rapporto sociale (come accade nell'o.p.a. obbligatoria indiretta ex art. 106, terzo comma, lett. a) TUF –, si sono variamente pronunciati altri Autori. Una generica «forte connessione tra disciplina dell'Opa obbligatoria e disciplina societaria applicabile» è stata affermata da S. PROVIDENTI, Artt. 94-112, in Il Testo Unico dei mercati finanziari, Commento al d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, a cura di L. Laicata e V. Napoleoni, Milano, 1998, p. 109. Autorevole dottrina, peraltro, ha espresso il dubbio che la qualificazione in discorso sia dotata di qualche rilevanza. Ha osservato in effetti G. ROSSI, in La riforma delle società quotate. Atti del convegno di studio di Santa Margherita Ligure, 13-14 giugno 1998, Milano, 1998, p. 357, che le distinzioni in esame «divengono ormai oggetto di classificazioni abbastanza inutili, sol che si pensi che l'Opa certamente viene considerata una disciplina di tutela sì delle minoranze, ma in quanto composte da risparmiatori, non in quanto minoranze tout court; infatti nelle società non quotate nessuno ha mai pensato di introdurre una disciplina di offerte pubbliche di acquisto. Ma proprio l'Opa nel sistema americano non è e non fa parte delle leggi federali; le leggi anti-takeover, infatti, sono tutte leggi statali, quindi è un problema di corporate law, e non un problema di securities regulation. Questa constatazione dovrebbe far aprire gli occhi sull'opportunità di certe classificazioni, così care ai giuristi». Analogamente, ha rilevato la «scarsa utilità della suddivisione dogmatica» e «l'impossibilità di delineare suddivisioni stagne tra diritto societario e diritto dei mercati finanziari», allo stesso tempo sottolineando la «natura mista» della disciplina delle offerte pubbliche obbligatorie, «che dalle ragioni tipiche dei mercati borsistici finisce per toccare da vicino gli stessi meccanismi interni della società per azioni», M. NOTARI, Art. 119, in La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza, D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, Commentario a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Milano 1999, p. 754-5. Di avviso in parte diverso sembra R. COSTI, Il governo delle società quotate: tra ordinamento dei mercati e diritto delle società, in Diritto del commercio internazionale, 1998, p. 66, il quale segnala che «l'ordinamento delle società quotate, o che comunque fanno appello al pubblico risparmio [..], è costituito [..] da norme di mercato e norme societarie ed è spesso difficile distinguere le une dalle altre. È bene precisare subito che non si tratta di una distinzione con una rilevanza meramente sistematica o classificatoria. Essa assume risvolti pratici ben precisi, soprattutto quando si sia in presenza di un concorso e di una concorrenza fra ordinamenti [..]. E se una norma verrà considerata di mercato, la stessa dovrà trovare applicazione anche nei confronti delle imprese estere (si applicherà in altri termini la norma del paese ospitante), mentre se si tratta di una norma di diritto societario, che concorre quindi a disciplinare il soggetto emittente, non troverà almeno in linea di principio applicazione nei confronti delle imprese straniere (si applicherà l'ordinamento del paese d'origine). Ma non sarà facile, ad es., stabilire se le norme sull'Opa obbligatoria siano norme di mercato o piuttosto di diritto societario, come sembra decisamente opinare il T.U. nel momento in cui ne limita l'applicazione alle società italiane quotate nei mercati regolamentati italiani, con esclusione quindi delle società straniere quotate sui mercati italiani».

[114] Già prima dell'entrata in vigore del TUF le differenze che la disciplina delle s.p.a. quotate presentava rispetto a quella delle s.p.a. non quotate avevano dato vita al noto dibattito circa la configurabilità della prima addirittura come "tipo" societario autonomo. In tal senso si esprimevano, fra gli altri: G. FERRI, La filosofia della miniriforma, 1975, anche in Scritti giuridici, III-1, Napoli, 1990, p. 329; G. GRIPPO, Il recesso del socio, nel Trattato delle società per azioni, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Vol. VI, Torino, 1993, p. 139; B.

inteso quale schema legale per l'esercizio di un'attività economica, conferendo ad esso uno specifico valore aggiunto sotto il profilo funzionale.

L'integrazione in esame ha peraltro carattere *imperativo*. Di per sé, infatti, la proposta qualificazione in termini contrattuali del diritto di acquisto – e, a seguito della riforma del 2003, la astratta riconducibilità di tale istituto all'ampia categoria del riscatto di «*azioni [..] da parte [..] dei soci*» contemplata dal nuovo art. 2437-*sexies* c.c.[115]– non sono sufficienti per affermare, *de lege lata*, la derogabilità dell'art. 111 TUF a opera dell'autonomia statutaria delle s.p.a. quotate. Queste, cioè, non potrebbero prevedere la disapplicazione integrale, né la modifica parziale della stessa, per quanto concerne, ad esempio, la soglia al superamento della quale il diritto di riscatto sorge ovvero per quanto concerne il prezzo di esercizio di quel diritto. della relativa disciplina (c.d. *opting-out*)[116].

LIBONATI, La faticosa "accelerazione" delle privatizzazioni, in Giur. comm., 1995, I, p. 72 ss.. Contra, fra gli altri, G. CABRAS, Le trasformazioni, nel Trattato delle società per azioni, cit., vol. VII, tomo III, Torino, 1997, p. 21 ss. e STELLA RICHTER jr., Trasferimento del controllo, cit., p. 351 ss.; G. TANTINI, La società quotata in borsa e in particolare sull'ammissione d'ufficio alla quotazione, in Riv. dir. civ., 1978, II, p. 162. In seguito all'entrata in vigore del TUF, si v. il dibattito fra OPPO, Sulla «tipicità» delle società quotate, cit., p. 483 ss. e P. SPADA, Tipologia delle società e società per azioni quotata, in Riv. dir. civ., 2000, II, p. 211 ss.. Si sono pronunciati nel senso del "tipo", fra gli altri, P.G. JAEGER - F. DENOZZA, Appunti di diritto commerciale I-Impresa e società, 5° ed., 2000, p. 399. Contra M. NOTARI, Art. 131, in La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della finanza, D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, Commentario a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Milano 1999, p. 1104 ss., nonché ID., Art. 119, ivi, p. 756 ss.. Cfr. anche l'ampia ricostruzione dei termini del dibattito di recente proposta da D. GALLETTI, Il recesso nelle società di capitali, Milano, 2002, p. 340 ss.. Nel senso del tipo, infine, ancora P. MONTALENTI, La società quotata, Padova, 2004, p. 59, in Trattato di Diritto Commerciale diretto da G. Cottino.

[115] L'art. 2437-sexies c.c. contempla espressamente tanto il potere di riscatto (da parte della società o dei soci) di «categorie di azioni», quanto il potere di riscatto di «azioni». La legge ammette dunque (sia pure alle condizioni già ricordate alla nota 21, in fine, in questo Capitolo: (i) compatibilità della particolare fattispecie di riscatto con il "tipo" o "modello" societario nel quale essa viene introdotta; (ii) subordinazione del riscatto al verificarsi di situazioni obiettive e predeterminate): sia previsioni statutarie nelle quali la "soggezione a riscatto" rientri fra le caratteristiche distintive di una speciale categoria di azioni; sia previsioni statutarie nelle quali il riscatto sorga al verificarsi di determinati eventi e abbia a oggetto le azioni detenute da singoli soci, a prescindere dal fatto che si tratti di azioni di categoria speciale per le quali la specialità si traduca (anche o esclusivamente) nella loro riscattabilità. L'ipotesi di riscatto ex art. 111 TUF appartiene alla seconda delle due categorie qui delineate; concerne semplicemente «azioni» non già speciali «categorie di azioni» riscattabili.

[116] Per alcune specifiche riflessioni, in un'ottica de lege ferenda, intorno alla possibilità di opting-out statutari in relazione alla disciplina italiana dell'o.p.a. obbligatoria, v. L. ENRIQUES, Mercato del controllo societario e tutela degli investitori. La disciplina dell'opa obbligatoria, 2002, Bologna, p. 11 ss., 53, 239 ss.. Su un piano più generale, per un riesame critico dei rapporti fra norme imperative e suppletive, autonomia statutaria e mercato delle azioni quotate v. fra gli altri, nella letteratura italiana: G. FERRI jr., L'autonomia statutaria nel Testo Unico delle disposizioni in materia di mercati finanziari (d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58): prime considerazioni, in Riv. not., 1999, p. 1114; P. MARCHETTI, L'autonomia statutaria nella società per azioni, in Riv. soc., 2000, p. 563; MONTALENTI, La società quotata, cit., p. 15. Secondo il noto "paradigma contrattuale" proposto da F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHEL, The Economic Structure of Corporate Law, Harvard University Press,

Il legislatore del '98, infatti, quando ha ritenuto meramente *suppletiva* (*default rule*) una determinata norma contenuta nella complessiva «*Disciplina degli Emittenti*» di cui alla Parte IV del TUF, lo ha anche espressamente dichiarato[117].

Un argomento più rilevante, nel senso della inderogabilità della disciplina prevista dall'art. 111 TUF, emerge poi da alcune considerazioni di carattere generale svolte dalla Consob in relazione alla natura delle norme in tema di o.p.a.. In tale sede, l'Autorità di vigilanza ha ritenuto «non [..] compatibile con la disciplina legale delle offerte pubbliche di acquisto» [118]l'inserimento nello statuto di una s.p.a. quotata di una clausola che prevedesse, fra l'altro, l'obbligatoria estensione anche ai titolari di azioni di risparmio di un'o.p.a., volontaria od obbligatoria (anche residuale), alle medesime condizioni alle quali questa fosse stata rivolta dall'offerente agli azionisti ordinari.

Nel motivare la segnalata incompatibilità, la Commissione ha fra l'altro osservato, in termini generali, che «[..] *le scelte compiute dal legislatore nella regolamentazione del mercato del controllo societario* delle società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati non sono derogabili in sede statutaria *né nel senso di rendere le società più facilmente scalabili, né, in direzione opposta, nel senso di renderne particolarmente ardua la scalata*. La portata imperativa delle norme in questione, confermata anche dalle sanzioni che le corredano, è funzionale all'obiettivo di realizzare un *difficile equilibrio* fra diversi e talvolta

---

Cambridge-London, 1991 (L'economia delle società per azioni, trad. it. di M. Scalia, Milano, 1996), in base al quale «the role of corporate law [..] is to adopt a background term that prevails unless varied by contract» (p. 36, op. originale), anche la regolamentazione delle o.p.a. e degli istituti a esse connessi, fra cui il diritto di acquisto, può essere vista, al limite, come un insieme di norme suppletive: «promoting or deterring tender offers is just one of the dimensions in which firms compete. Left alone, corporations could offer investors as many different regimens of tender offer bidding and defenses as they now offer different investment instruments and governance structures. The more beneficial a structure for investors, the more likely it is to survive. If antitakeover provisions are not beneficial to investors, they will depress the price of the stocks affected by them. At lower prices, these stocks will be more attractive as takeover targets» (p. 167, op. originale; per una sintesi del pensiero dei due Autori americani, non priva a tratti di accenti critici, v. L. ENRIQUES, "L'economia delle società per azioni" di Frank Easterbrook e Daniel Fischel: diritto societario, efficienza dei mercati e analisi economica", in Riv. crit. dir. priv., 1996, p. 563 ss).

[117] Si considerino, solo per fare alcuni esempi, le previsioni dei "vecchi" artt. 125, primo comma – ora art. 2367, primo comma, c.c. – e 129, primo comma, TUF – ora art. 2393-bis, secondo comma, c.c. –, rispettivamente in tema di quorum, derogabili, per la convocazione dell'assemblea su richiesta della minoranza e per l'azione sociale di responsabilità esercitata dalla minoranza.

[118] CONSOB, Comunicazione n. DAL/99058868 del 29 luglio 1999, p. 2.

contrapposti interessi, di natura pubblica e privata, fra i quali, con riferimento agli obiettivi assegnati alla Consob dall'art. 91 del T.U., figurano sia *l'efficienza del mercato del controllo societario sia la tutela degli investitori*. *Il bilanciamento degli interessi operato a tal riguardo dall'ordinamento impedisce, dunque, di introdurre variazioni nel sistema che rischierebbero di compromettere l'equilibrio voluto dal legislatore*. È possibile, come attesta l'art. 104 del Testo Unico, il ricorso a tecniche di difesa deliberate successivamente alla promozione dell'offerta, ma tenendo conto delle sue caratteristiche concrete e con deliberazione assunta a maggioranza particolarmente qualificata; non è invece possibile operare statutariamente al fine di limitare a priori la possibilità che un'offerta venga promossa»[119].

Sebbene l'Autorità di vigilanza non si sia specificamente espressa in relazione al diritto di acquisto, i principi generali da essa affermati sembrano riferibili anche a tale istituto. Si è già rilevata *infra* la stretta connessione che esiste, nell'attuale sistema italiano, fra l'istituto dell'o.p.a. e il diritto di acquisto. La facoltà di estromissione della minoranza residua, infatti, sorge solo a esito di un'o.p.a. totalitaria: (i) rispetto all'obbligo di o.p.a. totalitaria successiva, la previsione del diritto di acquisto rappresenta un "contrappeso" voluto dal legislatore nell'ottica del bilanciamento e dell'equilibrio complessivo degli opposti interessi dell'azionista di controllo e degli azionisti di minoranza; (ii) rispetto all'o.p.a. volontaria totalitaria, il diritto di acquisto è stato espressamente considerato quale incentivo al lancio di un simile tipo di offerta[120]. I rapporti fra il diritto di acquisto e l'istituto dell'o.p.a., soprattutto volontaria, verranno analizzati più a fondo nei successivi Capitoli del presente lavoro. Nel Capitolo V, in particolare, si evidenzierà come il diritto di acquisto possa rappresentare un elemento di non trascurabile importanza proprio nell'assetto complessivo della regolamentazione del mercato del controllo societario.

Se dunque – come ha affermato in termini generali la Consob – nel sistema italiano ogni valutazione relativa al «difficile equilibrio» da perseguire nella regolamentazione delle o.p.a. e del mercato del controllo di società quotate deve considerarsi riservata in via esclusiva al legislatore (o, al più, al potere regolamentare dell'Autorità di vigilanza, nell'ambito dei

[119] CONSOB, Comunicazione, loc. ult. cit.. Nel senso dell'inderogabilità, de iure condito, della disciplina italiana dell'o.p.a. obbligatoria v. anche ENRIQUES, Mercato del controllo societario, cit., p. 53.

[120] Cfr. DRAGHI, Audizione, cit., p. 215.

principi fissati dal primo), allora anche la disciplina dei presupposti, dell'oggetto e delle modalità di esercizio del diritto di acquisto dovrebbe considerarsi sottratta all'autonomia statutaria dei singoli emittenti quotati[121].

4. Conseguenze, sul piano della disciplina costituzionale applicabile, di una qualificazione in termini contrattuali del diritto di acquisto.

Qualificata la norma di cui all'art. 111 TUF come norma rientrante nell'ambito di una legislazione sui contratti, e dunque il diritto di acquisto come fattispecie legale di riscatto di azioni imperativamente integrante gli statuti di società quotate, occorre ora stabilire se e quali ulteriori conseguenze, in punto di disciplina costituzionale applicabile, si possano trarre da tale qualificazione.

Anzitutto, occorre chiarire che l'esercizio di un diritto potestativo di acquisto della proprietà su un determinato bene, conferito da una norma imperativa di legge integrante gli effetti di un rapporto contrattuale fra privati, ha poco a che vedere con il fenomeno dell'espropriazione perlomeno in tutti i casi in cui la norma imperativa sia preesistente alla stipulazione del contratto tra le parti[122]. Tanto andrebbe riconosciuto, allora, anche con specifico riferimento al diritto di acquisto ex art. 111 TUF, in relazione a tutti i casi in cui

[121] La derogabilità della disciplina legale norvegese del freeze-out è ipotizzata, piuttosto timidamente, da KROHN, Minority Squeeze-Outs, cit., p. 169.

[122] Che in tali casi non si possa parlare di perdita del tutto involontaria del diritto di proprietà è confermato dalla constatazione che ciascun soggetto dell'ordinamento è libero di entrare o meno, con altri, in un rapporto contrattuale al quale inderogabilmente inerisca il diritto potestativo in discorso (sull'autonomia negoziale come «libertà di addivenire o meno al contratto», cfr. G. ALPA, Libertà contrattuale e tutela costituzionale, in I contratti in generale (aggiornamento 1991-1998), vol. I, Torino, 1999, p. 13, in Giurisprudenza sistematica di diritto civile e commerciale fondata da W. Bigiavi e diretta da G. Alpa e M. Bessone). In dottrina si è osservato, in tema di integrazione imperativa del contratto ex art. 1374 c.c., che «gli effetti legali di un atto non provano ancora l'esistenza di un obbligo legale di negoziare spontaneamente quegli stessi effetti» (R. SACCO - G. DE NOVA, Il contratto, tomo II, in Trattato di diritto civile diretto da R. Sacco, Torino, 1993, p. 408). Per questa ragione si è talora ammesso, in caso di preesistenza della norma imperativa alla conclusione del contratto, l'annullamento di quest'ultimo per errore essenziale di diritto, rilevandosi che la legge, pur volendo un certo regolamento contrattuale, non impone un obbligo a contrarre e lascia le parti libere di servirsi o meno di quel dato regolamento contrattuale: «non si dovrebbe pensare che il legislatore voglia una legge cogente fatta a trabocchetto, affinché vi caschino entro i cittadini ignari, e se ne tengano discosti quelli bene informati o sospettosi» (R. SACCO, Il contratto, in Trattato di diritto civile italiano diretto da F. Vassalli, VI, 2, Torino, 1975, p. 794 e, in giurisprudenza, Cass., 18 dicembre 1981, n. 6714 in Giur. it., 1982, I, 1079).

l'azionista di minoranza titolare delle azioni riscattabili abbia sottoscritto o acquistato tali azioni successivamente all'entrata in vigore della norma in esame[123].

Va detto, poi, che proprio in tema di rapporti fra tutela costituzionale della proprietà e legislazione sui contratti la Corte Costituzionale italiana ha escluso l'applicabilità dell'art. 42, terzo comma, della Costituzione anche alle ipotesi in cui la perdita involontaria della proprietà sia dovuta all'esercizio di un diritto potestativo avente fonte in un contratto integrato in via imperativa da una norma di legge successiva alla sua stipulazione. In quest'ambito, infatti, la Corte ha negato l'esistenza di «una sorta di intangibilità, da parte dei poteri costituiti, dei tessuti contrattuali» e ha pertanto dichiarato inammissibili o comunque infondate questioni di costituzionalità sollevate per contrasto con il predetto comma dell'art. 42, in assenza dell'indicazione di «altri parametri costituzionali che verrebbero violati»[124].

Tale orientamento è emerso con particolare evidenza sul tema dell'affrancazione del fondo enfiteutico, in relazione al quale la Corte ha ripetutamente affermato che «non calza a rapporto che, come l'enfiteusi, rinviene fonte nel contratto e dà vita nel momento costitutivo a un diritto reale limitato di godimento e nel suo divenire a rapporti credito-debitori, l'art. 42, comma 3, della Costituzione, che ha di mira il conflitto tra la proprietà privata e il potere di imperio spettante allo Stato [..]»[125]. In simile contesto essa ha precisato che «tale essendo

[123] Secondo una lettura in termini contrattuali del fenomeno societario, la sottoscrizione delle azioni in sede di costituzione della società o di aumento del capitale, da un lato, e l'acquisto delle stesse sul mercato, dall'altro, integrano, dal punto di vista degli effetti, rispettivamente un'ipotesi di adesione successiva al contratto di società (secondo lo schema dell'"adesione al contratto aperto" descritto dal legislatore nell'art. 1332 c.c.; cfr. sul tema E. GINEVRA, Sottoscrizione e aumento del capitale sociale nelle s.p.a., Milano, 2001, p. 83 ss.) e un'ipotesi di cessione del contratto ex art. 1406 c.c., secondo la nota opzione dogmatica per cui le azioni circolano secondo la disciplina dei titoli di credito (e, nel caso di azioni dematerializzate, con le forme proprie della circolazione "scritturale" di tali beni), ma con l'effetto dell'ingresso in una posizione contrattuale (cfr. F. FERRARA jr. - F. CORSI, Gli imprenditori e le società, Milano, 1992, p. 429; F. GALGANO, Diritto commerciale. Le società, Bologna-Roma, 2001/2002, p. 133; G. SANTINI, Della società a responsabilità limitata, nel Commentario del Codice Civile, a cura di A. Scialoja e G. Branca, (artt. 2472 - 2497-bis), Bologna-Roma, 1971. p. 18, che definisce l'azione un «titolo di contratto»; G. DE FERRA, La circolazione delle partecipazioni azionarie, Milano, 1964, p. 16 ss; R. CALVO, La vendita di partecipazioni sociali, 1994, Padova, p. 70, in I grandi orientamenti della giurisprudenza civile e commerciale, collana diretta da F. Galgano, vol. 24).

[124] C. della Costituzione, 5 novembre 1984, n. 246, in Giust. civ., 1985, I, p. 14.

[125] C. della Costituzione, 5 novembre 1984, cit., p. 14. L'enfiteusi, come noto, è il diritto reale immobiliare, di durata perpetua o comunque non inferiore ai vent'anni (art. 958 c.c.), che attribuisce all'enfiteuta lo stesso potere di godimento sul fondo che spetterebbe al proprietario (art. 959 c.c.). In corrispettivo, l'enfiteuta deve pagare al proprietario un canone annuo e ha l'obbligo di migliorare il fondo (art. 960 c.c.). La ampiezza dei poteri

l'ambiente in cui opera l'art. 42, comma 3, non giovano ad assicurarvi l'ingresso alla enfiteusi in genere e all'affrancazione del dominio utile in particolare a) né l'inquadramento di questa nella categoria dei diritti potestativi [..] perché quello non vale a porre il titolare sul piano del potere d'imperio [..], b) né le frequenti manipolazioni normative della misura del canone enfiteutico e del capitale di affranco, le quali si inquadrano nella più vasta politica dei prezzi d'imperio che trova riscontro negli art. 1322 c.c. e 1339 c.c.»[126].

---

riconosciuti dalla legge all'enfiteuta fa sì che il diritto di tale soggetto venga talvolta definito dominio utile; per contro, la proprietà del concedente viene definita quale dominio diretto. Per quanto qui rileva, va detto che il codice civile prevede che l'enfiteuta possa acquistare la piena proprietà del fondo per affrancazione. A tale riguardo, l'art. 971 u.c., c.c. (norma, tra l'altro non derogabile dalle parti, come stabilito dall'art. 957, secondo comma) originariamente prevedeva che «l'affrancazione si opera[sse] mediante il pagamento di una somma risultante dalla capitalizzazione del canone annuo sulla base dell'interesse legale». Tale disposizione, tuttavia, veniva tacitamente abrogata dall'art. 9, legge 1138/1970, il quale stabiliva che «l'affrancazione del fondo si opera[sse], in ogni caso [..] mediante il pagamento di una somma pari a quindici volte l'ammontare del canone».

[126] Così la sent. 5 novembre 1984, cit., p. 14. Già nella sent. 6 marzo 1974, n. 53, in Giust. civ., 1974, III, 186, del resto, la stessa Corte aveva espressamente negato validità all'esegesi che poneva l'affrancazione sullo stesso piano del potere di espropriazione per pubblico interesse. Tale esegesi era stata fatta propria, a suo tempo, dalla C. della Costituzione, 21 marzo 1969, n. 37, in Giust. civ., 1969, II, 143, che aveva assunto l'art. 42, terzo comma a parametro di incostituzionalità dell'art. 1, l. 22 luglio 1966, n. 607, sempre in tema di determinazione dei canoni enfiteutici. Nella serie di pronunce della Corte in materia, si segnala anche un altro significativo precedente conforme alla sentenza n. 246/'84 citata nel testo, vale a dire la sent. 16 aprile 1982, n. 73, in Foro it., 1982, I, c. 1476 (anch'essa relativa alla legge 607/66, in particolare agli artt. 1, 4, 5 e 13 di detta legge, ritenuti incostituzionali dal giudice a quo per l'ipotesi in cui, disposta l'affrancazione del fondo enfiteutico, non prevedevano un'indennità in favore del proprietario concedente per i miglioramenti apportati al fondo). In tale occasione la Corte rilevava, in termini piuttosto ampi, che i parametri degli artt. 41 e 42, della Costituzione, invocati dal giudice a quo, non fossero pertinenti – proprio per il «sovrap[porsi] alla proprietà del rapporto enfiteutico» –, senza peraltro limitare tale rilievo al solo terzo comma dell'art. 42. In altra occasione, con l'ord. (14 gennaio) 21 gennaio 1988, n. 70, in Giur. della Costituzione, 1988, I, p. 196, la stessa Corte, confermando le sue precedenti pronunce, ribadiva che «la norma parametro invocata [l'art. 42, comma 3°] non si attaglia all'istituto dell'enfiteusi, che ha fonte contrattuale».

Una significativa conferma di tale orientamento è presente, però, anche nella motivazione della successiva sent. 7 aprile 1988, n. 406, in Foro it., 190, I, c. 2462, la quale giungeva infine a dichiarare l'incostituzionalità dell'art. 1, l. 270/'74. Per pervenire a tale risultato, in effetti, la Corte comunque non disattendeva il principio fin lì applicato, per cui «le norme con le quali sono stati stabiliti nuovi criteri di determinazione del canone, e quindi del capitale di affranco, non sono soggette al requisito della giustificazione per motivi di interesse generale statuito dal 3° comma dell'art. 42, né possono essere confrontate con le norme in tema di espropriazione per pubblica utilità, in riferimento all'art. 3 della Costituzione». La Corte rilevava che «tuttavia [..] sono applicabili per analogia i criteri di valutazione di congruità dell'indennizzo da corrispondere in caso di espropriazione», e pertanto dichiarava l'illegittimità costituzionale della disposizione in discorso «nella parte in cui non prevede[va] che il valore di riferimento da esso prescelto per la determinazione del canone enfiteutico [fosse] periodicamente aggiornato mediante l'applicazione di coefficienti di maggiorazione idonei a mantenerne adeguata, con una ragionevole approssimazione, la corrispondenza con l'effettiva realtà economica». Sul tema la Corte è ritornata, più di recente, con la sent. 23 maggio 1997, n. 143, in Foro it., 1998, I, c. 3071 ss., con dispositivo pressoché identico a quello della sent. 406/'88 (e tuttavia con espressi richiami alla sent. 37/'69).

Oltre che dal richiamato orientamento della Consulta sul tema generale dei rapporti fra tutela costituzionale della proprietà e legislazione contrattuale sopravvenuta all'originaria formazione dell'accordo fra le parti, l'estraneità del diritto di acquisto ex art. 111 TUF al fenomeno dell'espropriazione (pur in ipotesi di sopravvenienza di tale norma di legge rispetto all'originaria adesione al contratto di società da parte dell'investitore estromesso) risulta in qualche misura confermata anche da alcuni orientamenti della nostra dottrina giuscommercialista proprio sul tema specifico del riscatto negli statuti di società per azioni[127].

In quest'ambito, infatti, si è recentemente sostenuto – non senza contrasti – che clausole statutarie di riscatto possono essere introdotte durante societate, in virtù di deliberazioni assunte a maggioranza (quindi senza necessità del consenso di quei soci che in futuro potrebbero subirne gli effetti) e – come talora viene espressamente chiarito – anche quando tali clausole siano destinate a esplicare effetti su azioni già emesse e in circolazione[128].

Anche in tali ipotesi la perdita involontaria della proprietà (azionaria) è dovuta all'esercizio di un diritto potestativo di acquisto che viene introdotto, nei rapporti fra parti contraenti, successivamente alla loro originaria adesione al contratto e indipendentemente dal consenso del soggetto che potrà in futuro subire quella perdita; si tratta di ipotesi, tuttavia, per

[127] Il tema della perdita involontaria della proprietà azionaria e, con essa, talora addirittura dello status socii di singoli azionisti è stato oggetto di attenzione, da parte della dottrina italiana, non solo in relazione all'istituto del riscatto di azioni (non finalizzato alla riduzione del capitale sociale), ma anche in relazione a operazioni societarie, quali per esempio la fusione o il raggruppamento di azioni, nell'ambito delle quali detta perdita può essere conseguenza dell'applicazione del particolare rapporto di cambio o di raggruppamento deliberato dalla maggioranza. Tali operazioni verranno prese in considerazione nel Capitolo IV di questo lavoro.

[128] Per CALVOSA, La clausola di riscatto, cit., p. 220-1, in generale la clausola di riscatto, sia a favore della società sia a favore di un socio, «può essere introdotta e soppressa con delibera maggioritaria, sia con riferimento alle azioni di futura emissione, sia con riferimento a quelle già emesse e in circolazione», con il solo "ordinario" limite dell'abuso da parte della maggioranza. Accogliendo la soluzione di Lucia Calvosa, WEIGMANN, Società per azioni, cit., p. 406 rileva che «è [..] caduto il timore di introdurre, per tal via, un diritto di espropriazione a favore di soggetti privati, o che si attenti al diritto individuale ed insopprimibile di ogni azionista a mantenere la propria qualità di socio: ogni posizione nella società soggiace in verità al primato delle regole organizzative, che sono fissate nell'interesse comune degli azionisti e si applicano a chiunque venga a trovarsi nelle condizioni contrattualmente predeterminate». Con specifico riferimento al nuovo art. 2437-sexies c.c., infine, anche CALLEGARI, Commento, cit., p. 1445, nt. 7, ammette l'introduzione a maggioranza delle clausole statutarie di riscatto. Contra, prima della riforma del 2003, LIBONATI, Titoli di credito e strumenti finanziari, cit., p. 204.

le quali oggi più di un autore non ravvisa incompatibilità con i principi del nostro ordinamento giuridico.

Occorre a questo punto chiedersi se da una qualificazione in termini contrattuali del diritto di acquisto ex art. 111 TUF derivi – oltre che la conferma dell'estraneità di tale istituto all'ambito di operatività dell'art. 42, terzo comma, della Costituzione (conclusione, questa, che si era invero già raggiunta nel Capitolo I di questo lavoro mediante il riconoscimento della natura "potestativa" e non "coattiva" della vicenda traslativa contemplata dalla norma in discorso) – anche la possibilità di individuare un parametro costituzionale diverso dall'art. 42, secondo comma, ossia da quel parametro che le riflessioni svolte *infra* avevano inizialmente indicato come rilevante al fine di valutare la legittimità dell'istituto.

Più precisamente, si tratta di verificare se una connotazione dell'intervento del legislatore italiano ex art. 111 TUF in termini di mera integrazione imperativa di un contratto tipico possa fondare la rilevanza, ai fini del giudizio sulla costituzionalità del diritto di acquisto, del solo art. 3, secondo comma, della Costituzione, con esclusione dell'art. 42, secondo comma (e cioè dei parametri di costituzionalità tipici della legislazione in materia proprietaria: necessaria riserva di legge[129] e «funzione sociale»).

Qualora la valutazione sulla costituzionalità dell'istituto potesse essere condotta alla luce del solo art. 3, secondo comma, essa si risolverebbe in un ordinario controllo dell'avvenuto rispetto del principio di uguaglianza sostanziale da parte del legislatore. Detta valutazione confluirebbe dunque nell'alveo del mero sindacato sulla ragionevolezza delle leggi, ossia sulla circostanza che eventuali trattamenti differenziati riservati a soggetti diversi dell'ordinamento giuridico si giustifichino in base a rationes distinguendi non arbitrarie[130],

[129] Peraltro tale riserva, sebbene "rinforzata" (ossia contenente un'indicazione di scopo, appunto la necessaria assicurazione della «funzione sociale» della proprietà), è generalmente ritenuta "relativa" (cfr. ex multis A. BALDASSARRE, Proprietà. I. Diritto costituzionale, in Enc. giur., XXV, 1992, p. 12; ma v. anche la critica di MATTEI, La proprietà, cit., p. 100 ss.), e quindi consente al legislatore la delega anche a fonti sub-legali.

[130] Il vincolo della non arbitrarietà e dell'equilibrio dell'intervento legislativo regolante gli effetti, anche sulla proprietà dei beni, dei rapporti giuridici tra privati è stato sottolineato fra l'altro dalla Commissione e dalla Corte Europea per i Diritti dell'Uomo proprio in tema di freeze-out. Nel già citato caso Bramelid, la Commissione ha rilevato che spetta a essa verificare «qu'en réglementant les effets, quant aux biens, des rapports juridiques entre particuliers, le législateur n'introduit pas entre eux un déséquilibre tel qu'il aboutirait à dépouiller arbitrairement et injustement une personne au profit d'une autre» (il principio è stato poi ribadito dalla Corte in successive pronunce). Osserva KROHN, Minority Squeeze-Outs, cit., p. 169, nella scia di altra dottrina nord-europea, che

assunte dal legislatore in funzione di scopi costituzionalmente riconosciuti e non in contrasto con altri principi costituzionali altrettanto rilevanti[131] (in relazione al diritto di acquisto ex art. 111 TUF, come si dirà meglio *infra*, l'istituto tutela in via immediata e diretta gli interessi particolari dell'azionista di controllo, o meglio quasi totalitario, che sia divenuto tale a esito di un'o.p.a. totalitaria, e sacrifica nel contempo l'interesse dei soci di minoranza alla conservazione dello *status socii*).

Si deve peraltro sottolineare che l'ipotizzata sostituzione del parametro di costituzionalità pertinente (dall'art. 42 secondo comma, all'art. 3 della Costituzione) potrebbe rilevare più sul piano ricostruttivo, che su quello "pratico", vista la tendenza degli interpreti a identificare la portata del controllo costituzionale sulla «funzione sociale» degli statuti proprietari con quella del generale controllo di ragionevolezza delle leggi[132].
Va detto in ogni caso che, alla luce delle indicazioni che sembrano complessivamente emergere dalla dottrina e giurisprudenza costituzionali, l'ipotizzata sostituzione del parametro costituzionale rilevante non è operazione pacificamente attuabile.

Anzitutto, il principio affermato dalla giurisprudenza della Corte presa in esame inizialmente nel presente paragrafo è soltanto quello dell'esclusione dell'operatività del terzo comma dell'art. 42 in relazione a ipotesi nelle quali vi sia una sovrapposizione tra situazione

---

«general civil law regulations of the relationship between private parties are normally not contrary to ECHR [European Convention on Human Rights] unless they are arbitrary, unjust or amount to a significant deprivation».

[131] Sul principio di uguaglianza ex art. 3 della Costituzione quale limite generale della funzione legislativa, e sul controllo di ragionevolezza delle leggi, v. per tutti PALADIN, Diritto costituzionale, cit., p. 574.

[132] Ad analoga conclusione dovrebbe giungersi considerando l'integrazione imperativa del contratto ad opera del legislatore quale limite all'iniziativa economica privata ex art. 41, secondo comma, della Costituzione, come tale sottoposto al necessario requisito dell'«utilità sociale», che ha portata sostanzialmente coincidente con quello della «funzione sociale» ex art. 42, secondo comma. Cfr. sul punto S. RODOTÀ, Le fonti di integrazione del contratto, Milano, 1969, p. 49. In generale, sui rapporti tra art. 41 della Costituzione e autonomia contrattuale, si v. anche ALPA, Libertà contrattuale e tutela costituzionale, cit., p. 7 ss., e P. PERLINGIERI - M. MARINARO, Art. 41, in P. PERLINGIERI, Commento alla costituzione italiana, Napoli, 1997, p. 284 ss..

proprietaria e rapporto contrattuale, non anche l'esclusione dell'applicabilità alle stesse ipotesi del secondo comma di quell'articolo[133].

In secondo luogo, la stessa dottrina costituzionalista non esclude con certezza l'applicabilità in tali ipotesi del regime costituzionale "conformativo" della proprietà. A voci pur piuttosto decisamente orientate in tale direzione[134] si affiancano infatti quelle di chi denunzia la tendenza della Corte a far confluire nell'ambito di applicazione dell'art. 42 anche discipline privatistiche di natura diversa da quella "tradizionalmente" proprietaria[135], e si

---

[133] Se si eccettua forse la sentenza n. 73/'82, cit., dalle citate pronunce della Corte emerge espressamente un riferimento al solo terzo comma dell'art. 42, non già all'intero disposto di tale articolo.

[134] In commento ad alcune pronunce della Corte (in particolare le sentt. 15 gennaio 1976, nn. 3 e 4, in Foro it., 1976, I, c. 5 ss.) dichiaranti l'infondatezza di questioni di costituzionalità sollevate dai giudici di merito in relazione alle norme sulla proroga delle locazioni di case di abitazione e sul blocco dei relativi canoni, ha sottolineato per es. NATOLI, La proprietà, cit., p. 195 che, seppur tali decisioni abbiano «attribui[to] alla funzione sociale della proprietà la caratteristica di possibile ratio di interventi legislativi puramente straordinari e temporanei, con esclusione», quindi, «di ogni istituzionalizzazione delle corrispondenti misure in contrasto con la preesistente disciplina ordinaria della stessa materia», tuttavia «non può trascurarsi il rilievo che in tutti questi casi la Corte ha sistematicamente operato la traslazione della garanzia dell'art. 42, che, pur malamente intesa, riguarda e può riguardare soltanto la proprietà, ad un campo che, al contrario, non è coperto da alcuna garanzia costituzionale, quale è quello del contratto, sul quale quindi la possibilità d'intervento del legislatore ordinario non soffre alcune limitazioni». Si v. peraltro la più recente sent. della Corte del 9 novembre 2000, n. 482, in Foro it. 2001, I, c. 417 ss. che, proprio in tema di proroga dell'esecuzione degli sfratti relativi agli immobili ad uso abitativo (di cui alla legge 9 dicembre 1998, n. 431), conferma, in parte motiva, un chiaro approccio al tema del contratto di locazione in chiave anche di tutela costituzionale della proprietà immobiliare ex art. 42, secondo comma, oltre che in chiave di uguaglianza e ragionevolezza ex art. 3 della Costituzione.

[135] Nell'ambito di una ricostruzione (non priva a tratti di accenti decisamente critici) dell'evoluzione storica delle interpretazioni della Corte Costituzionale in materia di proprietà, RODOTÀ, Art. 42, cit. avverte un complessivo stravolgimento dell'originario modello costituzionale delle garanzie proprietarie. Tale dottrina osserva infatti come «dall'iniziale manipolazione delle norme costituzionali (già ricordata a proposito della particolarissima lettura "sistematica" del 2° e 3° comma dell'articolo in esame [..]) si [sia] passati ad una loro integrale riscrittura [..] al fine di introdurre un tipo di garanzia che il costituente non aveva affatto previsto e che, quindi, avrebbe dovuto costituire un preciso limite per le operazioni ricostruttive della Corte costituzionale» (p. 146). «Dal modello della Costituzione si approda così al modello della Corte, compatto nella scelta di un ampliamento della tutela proprietaria in tutte le direzioni possibili. [..]. Non può dirsi, ad ogni modo, che la nozione di proprietà così delineata finisce con l'essere una pura e semplice amplificazione della nozione civilistica. Dall'insieme degli interventi della Corte Costituzionale [..] si può ricavare la progressiva messa a punto di una nozione di proprietà costituzionale che la espande al di là della nozione civilistica in senso stretto e il cui punto d'incidenza non è più rappresentato dalla proprietà quale è definita dall'art. 832 c.c., ma dalle possibilità di utilizzazione di un bene. La garanzia costituzionale può essere così adoperata per offrire tutela ad istituti diversi dalla proprietà, come [..] il contratto: e, infatti, lo schema messo a punto per la proprietà è stato adoperato per illegittimare discipline legali di rapporti contrattuali [..]. Viene così messo a punto un modello [..] dotato di una valenza generale, messo a punto attraverso successive astrazioni, che sostanzialmente definisce come proprietà ogni situazione privata patrimonialmente rilevante e riferibile alla disponibilità di un bene. La tecnica ricostruttiva adoperata e gli

contrappongono comunque quelle di chi sembra ritenere inscindibili, in sede di determinazione dell'esatta portata della tutela ex art. 42 della Costituzione, gli istituti della "proprietà" e del "contratto" [136].

Infine, anche nel sistema europeo della tutela dei Diritti dell'Uomo, all'originaria netta presa di posizione della Commissione nel caso Bramelid hanno fatto seguito posizioni

---

interessi presi in considerazione (salvaguardia delle posizioni di mercato, intese come il metro di valutazione della parità di trattamento tra i soggetti presi in considerazione) non consentono, però, di escludere che il medesimo modello possa esser adoperato anche per garantire situazioni profondamente diverse – secondo un alinea che muove dai Konnexinstituten e giunge alle "nuove proprietà", lasciandosi alle spalle la realità come requisito necessario per la tutela e concentrando la garanzia su qualsiasi situazione di vantaggio patrimonialmente rilevante. La tutela forte, di derivazione proprietaria è così potenzialmente disponibile per qualsiasi interesse che la indeterminatezza del modello consente di prendere in considerazione» (p. 151).

[136] Sottolineano P. PERLINGIERI - M. MARINARO, Art. 42, in P. Perlingieri, Commento alla Costituzione italiana, 1997, Napoli, p. 301, che «la proprietà non costituisce un istituto isolato: l'individuazione del suo contenuto e/o dei suoi limiti non può essere soddisfacente se non attuata mediante gli opportuni collegamenti con quasi tutti gli istituti privatistici (famiglia, successioni, contratti, lavoro, impresa, ecc.). Di tali collegamenti vi è indicazione anche nel disposto dell'articolo in esame, come si evince, ad esempio dal comma 4» relativo alle successioni. Segnala in generale lo stesso PERLINGIERI, Il diritto civile nella legalità costituzionale, Napoli, 1991, p. 420, che «le forme giuridiche creditorie (si pensi alle obbligazioni convertibili in azioni: art. 2420 bis cod. civ.) o quelle partecipative e azionarie, che coinvolgono però anche situazioni proprietarie immobiliari, rappresentano beni in senso lato mobiliari che di per sé – senza un'attenta analisi economica – non significano necessariamente spostamento dalla centralità della proprietà al credito, ma soltanto nuove forme e modalità di titolarità e di circolazione della ricchezza. Ne consegue che la riserva di legge a garanzia costituzionale della proprietà (art. 42 della Costituzione) specie se letta in riferimento alla solenne affermazione della tutela del risparmio (art. 47 della Costituzione), non si esaurisce nella diretta "appartenenza" dei beni immobili ma si estende anche alle diverse forme di appartenenza del risparmio e dei crediti destinati per loro natura a produrre frutti, quale indiretta partecipazione proprietaria». È infine da segnalare quanto rileva F. GALGANO, Il diritto privato fra codice e Costituzione, Bologna, 1980, p. 127, il quale, in relazione all'ambito di applicazione dell'art. 41 della Costituzione e proprio con riferimento alla «grande impresa in forma di società per azioni», afferma che è «incongruo unificare sotto una comune qualificazione, quella dell'esercizio collettivo della libertà economica, la posizione dei meri azionisti investitori, esclusi dalla direzione dell'impresa, e quella degli azionisti dirigenti, detentori del pacchetto azionario di maggioranza. Solo a quest'ultima si addice il concetto di esercizio collettivo della libertà economica; la posizione dei primi si presta, piuttosto, ad essere collocata entro la tutela costituzionale del diritto di proprietà di cui all'art. 42 e, altresì, entro la tutela dell'accesso all'investimento azionario di cui al secondo comma dell'art. 47».

più sfumate, e talora opposte, tanto in dottrina quanto in successive pronunce della stessa Commissione e della Corte[137].

Riassumendo, i casi di perdita involontaria della proprietà azionaria principalmente descritti nel presente Capitolo di questo lavoro sono riconducibili a due distinte modalità di intervento del legislatore nella sfera privata.

In primo luogo, la legge può stabilire che quella perdita involontaria sia determinata da un'"espropriazione", ossia da un atto ablativo singolare e concreto, per lo più a opera di un organo pubblico (ma talora anche da un soggetto privato eccezionalmente investito di un potere pubblico), integrante un'ipotesi di trasferimento coattivo come definito *infra*. Non può negarsi in effetti che anche il bene-azione possa in linea di principio essere oggetto di una vicenda "espropriativa"[138] . La norma di legge che prevedesse una simile ipotesi di perdita

[137] Una dottrina (RAYMOND, L'article 1 du Protocole additionnel et les rapports entre particuliers, cit., p. 533-4), in particolare, ha osservato che «en premier lieu, on peut considérer que l'exécution pure et simple d'un contrat librement conclu portant obligation de fournir ne saurait constituer réellement une atteinte à la propriété, puisqu'à l'exécution correspond l'extinction d'une dette assumée par l'intéressé de son proprie gré. Cela vaut tant pour les contrats nommés que pour les contrats innommés, tant pour les clauses de droit impératif que pour les clauses de droit dispositif. [..]».

[138] Cfr. del resto quanto osservato dalla stessa Commissione Europea per i Diritti dell'Uomo nel caso Bramelid: «Il convient d'examiner à titre préliminaire si le droit énoncé à l'article 1 du Protocole additionnel est susceptible de s'exercer sur une action de société anonyme. Une telle action est un object de caractère complexe: certifiant le sociétariat et les droits (notamment de vote) qui y sont attachés, elle représente une part du capital social et constitue aussi, en quelque sorte, un titre de propriété médiate sur la fortune de la société. En l'espèce, les actions de la "NK" avaient indubitablement une valeur économique. La Commission estime en conséquence que, pour les besoins de l'article 1 du Protocole additionnel, les actions de la "NK" que détenaient les requérants étaient des "biens" susceptibles d'un droit de propriété» (CEDH, Bramelid et Malmstrom, cit., p. 71).

L'art. 1, l. 2359/1865 «Disciplina delle espropriazioni forzate per causa di pubblica utilità» (e oggi, in maniera sostanzialmente analoga, l'art. 1, commi 1 e 2 del nuovo Testo Unico n. 327/2001), restringeva il fine degli interventi espropriativi alla sola «esecuzione di opere di pubblica utilità» e, coerentemente, limitava il possibile oggetto di tali interventi ai «beni immobili o [..] diritti relativi ad immobili» (e quindi, secondo la prevalente interpretazione data in giurisprudenza e in dottrina, oltre che ai diritti reali anche limitati su beni immobili, tutt'al più anche alle universalità di beni mobili ad essi pertinenti e ai diritti personali, affitto e locazione, ad essi relativi). Il disinteresse mostrato dal legislatore per i beni mobili si spiega generalmente con il rilievo che tali beni, trovandosi comunemente in commercio, possono essere agevolmente e liberamente acquistati dalla P.A. sul mercato. In ogni caso, per quanto riguarda il bene mobile azione, si può notare che la formula dell'art. 42 della Costituzione non limita l'intervento espropriativo alla sola esecuzione di opere di pubblica utilità, riferendosi più in generale alla ricorrenza di «motivi d'interesse generale» (e il successivo art. 43 della Costituzione, in tema di nazionalizzazioni di imprese, prevede un requisito del tutto analogo: l'«utilità generale»). Ciò – parrebbe – non consente dunque di escludere a priori la legittimità di un'eventuale legge che, ovviamente nel rispetto di tutte le condizioni poste dal dettato costituzionale, introducesse un procedimento espropriativo avente a oggetto, in ipotesi, i le azioni di una società la cui impresa si volesse nazionalizzare.

involontaria della proprietà azionaria rientrerebbe nel dominio dell'art. 42, terzo comma, della Costituzione e la sua costituzionalità dipenderebbe dalla possibilità di rinvenire un «interesse generale» alla base di detta previsione e dalla presenza del necessario «indennizzo».

In secondo luogo, la legge può stabilire ipotesi di perdita involontaria della proprietà di un determinato bene in capo a un soggetto privato, in conseguenza dell'esercizio di un corrispondente diritto potestativo di acquisto spettante ad altro soggetto privato. In generale, simili ipotesi di perdita involontaria della proprietà dovrebbero sfuggire all'applicazione dell'art. 42, terzo comma, della Costituzione, poiché in esse il trasferimento del diritto avviene in virtù di un titulus adquirendi previsto in via generale e astratta da norme di legge riconducibili al c.d. regime "conformativo" della proprietà privata di cui al secondo comma dell'art. 42, nel quale rientra appunto la determinazione dei «modi acquisto» (e di correlativa perdita) del diritto.

Con particolare riguardo al modo di acquisto potestativo (e di correlativa perdita involontaria) della proprietà azionaria introdotto dall'art. 111 TUF, e provando a risolvere essenzialmente un problema di qualificazione di una disciplina legale, nel presente Capitolo si è attribuita alla norma in esame portata integrativa dei rapporti giuridici che si instaurano tra gli azionisti di una s.p.a. quotata per effetto della comune adesione al contratto di società. Pertanto la norma istitutiva del diritto di acquisto appartiene in primo luogo all'ambito della legislazione sui contratti e, solo indirettamente e di riflesso, a quello della legislazione in materia proprietaria. In definitiva, l'art. 111 TUF introduce nell'ordinamento italiano un modo d'acquisto della proprietà «per effetto di contratti», secondo la formula generale dell'art. 922 c.c..

Tale ultima conclusione peraltro non ha consentito di escludere la pertinenza, ai fini del giudizio sulla costituzionalità dell'istituto in esame, oltre che del terzo, anche del secondo comma dell'art. 42 della Costituzione.

Vi è infatti, nel diritto di acquisto ex art. 111 TUF, un intreccio tra svolgimento di un rapporto contrattuale e circolazione della proprietà.

Da un lato, negare, come pure è stato fatto in passato da autorevole dottrina, che il bene-azione – seppur bene "di secondo grado" e anzitutto strumento di circolazione di una posizione contrattuale – sia suscettibile di essere l'oggetto di una proprietà in senso tecnico risulterebbe in contrasto (i) sia con il dato positivo, che espressamente prevede la costituzione in pegno e in usufrutto dell'azione (anche di quella totalmente dematerializzata)[139], atti

[139] Va qui segnalato, peraltro, che in relazione ai vincoli reali sul titolo la vigente disciplina italiana del diritto di acquisto presenta una lacuna rilevante. L'art. 111 TUF, infatti, nulla dice in ordine alla sorte di eventuali diritti reali limitati (pegno e usufrutto) già presenti sulle azioni oggetto di riscatto. Il tema è affrontato da VENTORUZZO, Art. 111, cit., p. 491-2 e GUARRACINO, Art. 111, cit., p. 1041. Entrambi concludono, sia pur con diverso grado di nettezza, che eventuali vincoli sul titolo si trasferiscono dalle azioni su cui gravavano all'"indennità" spettante al socio estromesso. L'azionista che esercita il diritto di acquisto riceverebbe dunque azioni libere da vincoli. In particolare, il primo A. giunge a tale conclusione dopo aver ricostruito la vicenda traslativa contemplata dall'art. 111 come «scioglimento del rapporto sociale rispetto ai soci minoritari e [..] contestuale acquisto delle azioni a titolo originario da parte del socio che esercita il riscatto»; di tale ricostruzione egli trova conferma, fra l'altro, nella circostanza che, per il secondo comma dell'art. 111, «la determinazione del prezzo avviene con procedimento generale che riguarda tutte le azioni (appartenenti ad una determinata categoria), senza ovviamente distinguere tra azioni gravate da vincoli». Il secondo A., invece, non nega la natura a titolo derivativo dell'acquisto ma, riprendendo una nota costruzione teorica (a cui si è già dato rilievo nel Capitolo I del presente lavoro, nota 13), spiega che «il trasferimento opererebbe come nei confronti del proprietario, così anche nei confronti dei titolari degli altri diritti reali parziali sulla cosa, convertendone i diritti in diritti sull'indennità». Sul punto, va osservato che dalla legge non emergono elementi per escludere la pratica possibilità, per l'esperto, di fissare più di un prezzo per le azioni riscattate. L'esperto deve senz'altro pervenire alla fissazione di prezzi di acquisto diversi almeno nel caso in cui l'esercizio del freeze-out riguardi sia azioni ordinarie sia azioni privilegiate. Analogamente, allora, l'esperto potrebbe tener conto, nel determinare i prezzi di acquisto delle diverse azioni, anche dei vincoli eventualmente gravanti su alcune di esse. Altre volte, poi, il legislatore italiano ha detto in modo esplicito che il bene oggetto di trasferimento – coattivo (si pensi all'art. 52, secondo comma, l. espropr., n. 2359/1865 e, oggi, all'art. 25, terzo comma, d.p.r. 327/2001, nuovo T.U. in materia di espropr.) o potestativo (si pensi all'art. 1505 c.c. sul riscatto nella vendita) – si trasferisce libero da vincoli. Per contro, proprio il richiamo dell'art. 1505 c.c. e la già proposta riconduzione del diritto di acquisto alla figura del riscatto di azioni potrebbero consentire di ammettere che le azioni si trasferiscono libere da vincoli anche nella particolare vicenda contemplata dall'art. 111 TUF, qualora si accogliesse la costruzione di CALVOSA, La clausola di riscatto, cit, p. 160 secondo cui l'art. 1505 c.c. sarebbe dotato di valenza «transtipica» e applicabile pertanto in via diretta anche al riscatto di azioni. In ogni caso, la soluzione che riconosce il trasferimento di azioni libere da vincoli è motivata da un'esigenza di «ragionevole[zza]» (così si esprime VENTORUZZO, op. cit., p. 492). Come sottolinea anche CALVOSA, La clausola di riscatto, cit., p. 161 – che, in tema di clausole statutarie di riscatto, ammette il trasferimento libero da vincoli solo a esito di una ricostruzione teorica di ampia portata –, «se così non fosse, la costituzione in pegno o in usufrutto delle azioni riscattabili potrebbe sempre tradursi in uno strumento di paralisi della clausola di riscatto» e dunque, anche nell'ipotesi ex art. 111 TUF, in un affievolimento della sua funzione incentivante il lancio di o.p.a. volontarie totalitarie. Si tratta allora di decidere – e, come già altrove auspicato (cfr. la nota 11 nell'Introduzione), dovrebbe essere il legislatore in futuro a farlo – quale interesse privilegiare: quello del nuovo azionista totalitario a eliminare ogni residuo intralcio nella gestione (il diritto di voto, in caso di pegno o usufrutto di azioni, normalmente spetta al creditore pignoratizio o all'usufruttuario, art. 2352 c.c.); ovvero quello del creditore o dell'usufruttuario alla conservazione delle loro prerogative "reali" sulle azioni riscattate (nell'apprezzare tali contrapposti interessi si dovrebbe peraltro considerare che il creditore e l'usufruttuario non sono soggetti "oblati"

giuridici, questi, che presuppongono l'esistenza di una proprietà in senso tecnico[140], (ii) sia con la percezione del rilevante valore di mercato che tale bene possiede nella realtà economica, specialmente ove si tratti di azione quotata[141].

---

nel contesto della precedente o.p.a., sì che un eventuale mutamento imposto della loro situazione giuridica non risulterebbe preceduto da alcuna possibilità di adeguamento spontaneo).

[140] Il tema incerto della "riscattabilità" ex art. 111 TUF dei vincoli reali gravanti sulle azioni, di cui si è brevemente dato conto nella nota che precede, ha un impatto anche sulla questione della qualificazione del diritto di acquisto che principalmente occupa il presente Capitolo. Va rilevato infatti che il creditore pignoratizio e l'usufruttuario non possono considerarsi "parti" del contratto sociale (v., da ultimo, GALLETTI, Il recesso nelle società di capitali, cit., p. 27, n. 63). Se può dirsi che la proprietà dell'azione fa acquistare la posizione di parte del contratto di società, ben più difficile è ricollegare analoga conseguenza alla titolarità di un diritto reale minore sull'azione. Pertanto, qualora il legislatore in futuro prevedesse espressamente l'effetto della cancellazione dei vincoli reali sulle azioni forzosamente trasferite all'azionista di controllo, ovvero qualora lo stesso effetto si volesse già dedurre per via interpretativa dalla legge vigente, sarebbe in ogni caso difficile riconoscere a tale effetto una portata integrativa di rapporti contrattuali. Non è contrattuale, infatti, il rapporto che intercorre tra il socio che esercita il freeze-out e i titolari di diritti reali limitati sulle azioni della minoranza estromessa (i quali non sono "soci"). La qualificazione in termini contrattuali resterebbe comunque ferma per quella parte della complessiva disciplina ex art. 111 TUF che concerne il trasferimento del diritto di proprietà sulle azioni dai soci minoritari al socio quasi totalitario. Del resto, una coesistenza, all'interno di una medesima complessiva vicenda traslativa forzosa, di rapporti contrattuali e non, si registra anche nell'ipotesi ex art. 1505 c.c.: anche in essa, a un trasferimento di fonte contrattuale, quale certo è quello relativo alla proprietà del bene oggetto di riscatto, se ne affianca uno, relativo invece alla rimozione di eventuali vincoli gravanti sul bene, non riconducibile nell'alveo dei rapporti contrattuali. In tal caso, è stato detto, «la forza caducante del meccanismo del riscatto fini[sce] col travolgere [..] anche situazioni reali» (CALVOSA, La clausola di riscatto, cit., p. 161). Va peraltro aggiunto che, nell'ipotesi in cui la legge consentisse implicitamente (o, de iure condendo, esplicitamente) all'azionista quasi totalitario la rimozione dei vincoli sulle azioni oggetto del diritto di acquisto, essa non introdurrebbe comunque nell'ordinamento una fattispecie espropriativa ai sensi del terzo comma dell'art. 42 della Costituzione. Si avrebbe, anche in tale ipotesi, un "modo di acquisto" ex lege della proprietà azionaria, ai sensi del secondo comma dell'art 42. L'acquisto qui si estenderebbe anche alle componenti "minori" del diritto di proprietà (al godimento, nel caso dell'usufrutto; alla garanzia nel caso del pegno), sottraendole ai loro precedenti titolari (l'usufruttuario e il creditore pignoratizio); si tratterebbe di un acquisto "pieno", benché derivativo; di un acquisto, cioè, non solo della titolarità del diritto di proprietà sul bene-azione, ma anche di tutte le prerogative connessa al godimento di tale bene. L'estraneità del trasferimento forzoso dei "diritti reali minori" all'ambito di applicazione dell'art. 42, terzo comma, della Costituzione, nonché l'inclusione di esso nell'ambito di applicazione del secondo comma di tale articolo, si fondano sullo stesso argomento su cui si sono fondate, nel Capitolo I, le medesime conclusioni riguardanti il diritto dell'azionista quasi totalitario di acquistare forzosamente la "proprietà" delle azioni residue: in entrambi i casi, il trasferimento forzoso avviene in virtù dell'esercizio di un diritto potestativo di acquisto previsto in via generale e astratta da una preesistente norma di legge (norma che, nel caso del trasferimento forzoso dei diritti reali minori, non potrebbe tuttavia qualificarsi come integrativa di alcun rapporto contrattuale fra soci, ma semplicemente appartenente alla legislazione in materia proprietaria).

Dall'altro lato, però, in sede di analisi delle vicende circolatorie che riguardano la proprietà azionaria va tenuto presente che spesso l'impulso alla circolazione trova origine proprio nell'attuazione di quel rapporto contrattuale sottostante che detta proprietà ha soprattutto il compito di certificare; e che, allora, se si adotta una prospettiva puramente proprietaria si rischia di cogliere solo l'aspetto superficiale ("cartolare" ovvero "dematerializzato" e meramente "scritturale" che esso sia) di quelle vicende.

Del resto, l'inopportunità di una considerazione "isolata" dei profili "proprietari" del fenomeno della circolazione azionaria emerge dal dato – sul quale autorevole dottrina si è recentemente soffermata anche proprio in relazione alla disciplina dell'o.p.a. obbligatoria[142] – che il titolo azionario non solo ha natura (non "astratta" bensì) "causale", ma tale natura esso ha, più precisamente, in un senso "non formale".

Nei titoli causali in senso formale «non è al rapporto negoziale concreto che il titolo [..] fa [..] riferimento, ma alla disciplina tipica del negozio cui il titolo afferisce»[143] .

Per contro, nei titoli causali in senso non formale la causalità, lungi dal risolversi in un rinvio al mero «modello tipico che la pretesa menzionata nel titolo di credito richiama», comporta anche la rilevanza delle vicende concrete del negozio sottostante [144].

---

[141] Tali, in sintesi, sono le critiche che N. GASPERONI, Natura giuridica dell'azione di società, in Banca, borsa e tit. cred., 1941, I, p. 16 ss. muoveva a suo tempo alla tesi (sostenuta dal SALANDRA, Corso di diritto commerciale, Roma, 1939, p. 181) per la quale, dal momento che il concetto tecnico di proprietà comporta un diritto assoluto, virtualmente illimitato e indefinito nel tempo, di godimento e di disposizione, tale concetto mal si concilierebbe con la funzione temporanea ed esclusivamente strumentale del titolo di credito, e dunque il diritto sul titolo dovrebbe qualificarsi, più che come un diritto di proprietà su una cosa in senso tecnico, come un diritto alla formazione al "possesso" di uno "strumento giuridico".

[142] Il riferimento è a LIBONATI, Titoli di credito e strumenti finanziari, cit., p. 175, che ha rilevato che «la fattispecie rilevante ai fini dell'OPA obbligatoria» (che è fenomeno attinente al tema della circolazione della partecipazione azionaria) «concerne, a rigore, non l'avere diritto a strumenti finanziari nel significato proprio di tale figura, ma il fatto di essere soci e in una certa dimensione; ed è costruita in termini di azioni soltanto perché si è soci appunto in quanto si ha diritto ad azioni[..]». «La vicenda dell'OPA obbligatoria» secondo tale dottrina «mostra [..] in che misura il rapporto societario reagisca sulla disciplina della circolazione dello strumento finanziario» riducendo sempre più «il distacco dello strumento finanziario dal rapporto sostanziale» (p. 193).

[143] LIBONATI, Titoli di credito e strumenti finanziari, cit., p. 24.

[144] Sia concesso richiamare qui in forma più estesa i termini della generale distinzione tracciata da LIBONATI, op. cit., p. 24 ss. (che prescinde da alcuna ricostruzione in termini contrattuali del fenomeno societario) fra le categorie dei (i) titoli astratti, (ii) titoli causali in senso formale, e (iii) titoli casuali in senso non formale. ● (i)

Da questo punto di vista si è allora rilevato che l'azione, «in quanto "partecipazione" ad una società, è nozione necessariamente relazionale, che assume contenuto per la organizzazione societaria e dalla organizzazione societaria di cui esprime l'essere parte». Essa può essere definita «come posizione organizzativa, così da sottolineare [..] la non autonomia della figura, e la sua necessaria considerazione nel contesto organizzativo cui si riferisce (e nel quale assume valore ed opera)»[145] .

In altre parole, ogni posizione in società, che la proprietà azionaria ha principalmente il compito di certificare, soggiace al «primato delle regole organizzative»[146]; tali regole,

---

«[..T]alora la prestazione, per sua natura, può "astrarsi" dal rapporto sottostante, attesa la sua polivalenza rispetto all'eventuale origine. Il pagamento di una somma di denaro è prestazione "neutra" (Spada), funzionale cioè a cause negoziali diverse, idonea allora appunto ad astrarsi. [..]». ● (ii) «[..] Talora peraltro la prestazione menzionata sul titolo di credito si collega necessariamente a fatti precedenti, che riflette per necessità empirica, al fine di acquisire effettività. In tanto il vettore può consegnare la merce al destinatario, in quanto il mittente gliela abbia consegnata [..]. La enunciazione riportata sul titolo non è cioè autosufficiente, perché la prestazione che indica non è – per così dire – a causa fungibile, dunque indifferente al singolo fatto sostanziale che ne è a monte. Deve invece integrarsi, per avere effettività, a momenti extradocumentali, che sono poi la regolazione sostanziale del rapporto da cui ha tratto origine [..]. Ne discende che il processo argomentativo sviluppatosi soprattutto nel secolo XVIII e che ha portato all'affermazione dell'astrattezza della cambiale (Einert) e di cui l'art. 1993 è espressione generalizzata, non è sempre ripetibile. Da qui la distinzione tra titoli "astratti" e titoli "causali", nei quali ultimi la esecuzione della prestazione è regolata con il richiamo a fatti extradocumentali desumibili dal rapporto sottostante [..]. Anche qui però la tutela dell'acquirente, che è postulato indefettibile della disciplina dei titoli di credito, ha portato in una qualche misura a separare il momento cartolare dal momento sostanziale. Non è al rapporto negoziale concreto che il titolo casuale fa invero riferimento, ma alla disciplina tipica del negozio cui il titolo afferisce. Le vicende concrete del singolo rapporto, da cui pure il singolo titolo di credito ha tratto origine, pertanto non rilevano (a meno che non risultino documentalmente, ma allora rientrano nelle eccezioni letterali). La causalità degrada così – come osserva Partesotti – a "causalità formale"». ● (iii) «Il processo di astrazione si riduce ancora più quando il negozio di riferimento abbia carattere associativo. In tale caso il momento fattuale non può infatti restringersi al modello tipico che la pretesa menzionata nel titolo di credito richiama. Attenendo quella pretesa ad un fenomeno organizzativo, è giocoforza che le regole organizzative del fenomeno specifico siano comunque opponibili a chi, forte dell'acquistato possesso qualificato del titolo, affermi di essere entrato a farne parte; perché, se si pretende di partecipare ad un gruppo, quale che sia lo strumento per entrarvi, non è ragionevolmente possibile evitare di soggiacere alle regole che concretamente lo informano. La relazione è così non a momenti extradocumentali comunque correlati a discipline tipiche (anche se completabili, e v. quanto avviene nel caso di polizza di carico emessa prima della consegna del bene al vettore), ma a momenti extradocumentali scanditi con la specifica vicenda di riferimento (e si avrà, secondo la distinzione terminologica tedesca, un Grundschaftsbestimmtewertpapier, non un Typusbestimmtewertpapier) [..]».

[145] LIBONATI, op. cit., p. 156-7.

[146] Così WEIGMANN, Società per azioni, cit., p. 406, in relazione a ipotesi di perdita involontaria (della proprietà azionaria e) della qualità di socio per effetto di clausole di riscatto di azioni introdotte a maggioranza negli statuti di s.p.a.. Sulla peculiarità del bene-azione come oggetto del diritto di proprietà si sofferma, in relazione al tema specifico della qualificazione costituzionale del freeze-out, KROHN, Minority Squeeze-Outs,

introdotte negli statuti societari liberamente dalle parti private o imperativamente dal legislatore, possono ben condurre, in talune ipotesi, all'estrema conseguenza della perdita involontaria della posizione in società, attraverso il riscatto della proprietà azionaria che certifica tale posizione.

Data la commistione di profili contrattuali e profili proprietari nel diritto di acquisto ex art. 111 TUF[147], la valutazione della legittimità dell'istituto deve essere condotta alla luce anche della disciplina costituzionale in materia proprietaria (sebbene di quella contenuta nel secondo e non nel terzo comma dell'art. 42), non solo alla luce dell'art. 3 della Costituzione.

Un'altra autorevole dottrina, anch'essa prescindendo da una specifica ricostruzione in termini contrattuali del fenomeno societario, pone analogamente l'accento sulla «speciale causalità di questo titolo di partecipazione, la quale – nel rinviare alle regole dell'ordinamento societario – consente perfino di giungere all'annullamento della funzione legittimante del documento e della stessa titolarità della partecipazione, come ad es. nel caso di riduzione a zero del capitale sociale per perdite. [..]», e conclude che «l'azione [..] è un titolo di partecipazione che documenta la posizione di membro dell'organizzazione societaria, il quale, per il contenuto, è soggetto alle regole proprie di questa e, per la legittimazione e la

---

cit., p. 170, il quale osserva, a supporto di una lettura in termini non esclusivamente proprietari dell'istituto: «[s]hares differ from most other assets in one significant respect. Individual minority shareholders do not control the underlying assets. Hence, hey must tolerate that companies, and thus shares, change character through mergers, acquisitions, divestures and forcible reductions of the investments through dividends, capital decreases and liquidation [..]. Thus they do not have the same legitimate expectation of the investment preserving its underlying identity as the typical holder of other assets. It may be argued that squeeze-outs, contrary to the above changes, affecting the shareholders unequally increase the need for protection. Such inequality may, however, be observed in other contexts as well, e.g. capital increases, without ECHR [European Convention on Human Rights] protection normally being offered».

[147] La commistione di profili contrattuali e proprietari si apprezza, nell'istituto del diritto di acquisto, su un duplice piano. Su un piano, per così dire, verticale, va rilevato che, nei rapporti fra socio riscattante e soci riscattati, sono distinguibili, in via principale, un profilo contrattuale e, di riflesso, un profilo proprietario (una vicenda acquisitiva/ablativa del bene- azione). Su un piano orizzontale, la commistione fra i profili in esame si deve invece al fatto che il riscatto potrebbe riguardare, oltre che i soci di minoranza (per i quali la vicenda ex art. 111 ha principalmente natura contrattuale), anche i titolari di diritti reali minori sulle azioni dei primi: per questi soggetti la vicenda ex art. 111 non avrebbe natura contrattuale, ma solo proprietaria.

circolazione, è soggetto alle regole proprie dei titoli di credito» (F. DI SABATO, Manuale delle società, 1999, Torino, p. 187).

Pertanto, i parametri costituzionali che devono essere rispettati dalle norme di legge che istituiscono e disciplinano il diritto di acquisto sono il principio di uguaglianza sostanziale e la «funzione sociale» della proprietà (in ogni caso, non l'«interesse generale» contemplato dal terzo comma dell'art. 42).

In proposito, si è già segnalata la sostanziale coincidenza, frequentemente riconosciuta in dottrina, del sindacato sull'avvenuto rispetto del principio di uguaglianza sostanziale ex art. 3 secondo comma, con il sindacato sulla «funzione sociale» della proprietà ex art. 42 secondo comma.

In virtù delle citate disposizioni costituzionali è consentito al legislatore riservare trattamenti differenziati a soggetti diversi dell'ordinamento giuridico, purché tali trattamenti si giustifichino in base a *rationes distinguendi* non arbitrarie, assunte in funzione di scopi costituzionalmente riconosciuti e non in contrasto con altri principi costituzionali rilevanti.

Da questo punto di vista, si è osservato – anticipando in minima parte alcune conclusioni alle quali si perverrà *infra* – che l'art. 111 TUF introduce nella regolamentazione giuridica delle società quotate un trattamento differenziato fra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza, privilegiando in via immediata e diretta alcuni interessi dei primi (al ricorrere di determinate condizioni, fra cui: il conseguimento di un possesso azionario quasi totalitario per effetto di un'o.p.a. totalitaria) e sacrificando nel contempo l'interesse dei secondi alla conservazione dello *status socii*.

Si è inoltre precisato che, al fine di valutare la costituzionalità dell'istituto, non rileva solo il fatto che la selezione di interessi operata dal legislatore sia dichiaratamente funzionale al raggiungimento di scopi costituzionalmente rilevanti; un ruolo in quella valutazione può essere giocato anche dalla coerenza e idoneità della complessiva disciplina apprestata dal legislatore rispetto al raggiungimento degli scopi dichiarati (dovendosi peraltro riconoscere al legislatore ordinario un inevitabile margine di discrezionalità nel tradurre in specifiche norme di legge le finalità dichiarate, anche contemperando in varia misura gli opposti interessi dei

soggetti privati riguardati dal suo intervento, dovrebbe più correttamente dirsi che la disciplina apprestata dovrà essere non manifestamente incoerente o inidonea).

5 Riflessioni alla luce della giurisprudenza tedesca

La dottrina si è interrogata sui profili di costituzionalità della norma e, dal punto di vista funzionale, sulla qualificazione giuridica dell'istituto. La ricostruzione prevalente qualifica l'istituto in termini di una nuova figura di diritto potestativo del diritto societario, in virtù della quale, con il mero esercizio del diritto da parte del suo titolare (l'offerente), si verifica il trasferimento della proprietà delle azioni che ne formano oggetto.

Si è parlato di "cessione forzosa" e constatato che si è in presenza di una norma con efficacia espropriativa, prospettandosi l'inquadramento dell'istituto nelle categorie di diritto pubblico, ed in particolare nella figura dell'espropriazione. Sembrerebbe che la questione possa ricondursi, avendo riguardo al dettato dell'art. 4 della Costituzione, all'inquadramento dell'istituto nell'ambito del comma III (espropriazione per motivi d'interesse generale, nei casi preveduti dalla legge e salvo indennizzo) ovvero del comma II (limiti alla proprietà privata allo scopo di assicurarne la funzione sociale).

Pur essendo il dibattito aperto e articolato, la natura privatistica della norma conduce a privilegiare, secondo alcuni, la seconda soluzione, tanto più se - come si è accennato nel presente capitolo, anche alla luce dell'intervento della direttiva - il diritto di acquisto si pone come chiaro bilanciamento e, in qualche modo, "corrispettivo" dell'obbligo di acquisto imposto al controllante che superi le soglie alle quali l'art. 108 TUF ricollega l'obbligo di acquisto.

Rileva sottolineare che, sul punto, è intervenuta una, seppur isolata, pronuncia giurisprudenziale la quale, pur non entrando nel merito della qualificazione dell'istituto nell'ambito delle varie figure ricomprese nell'art. 42 della Costituzione, ha preso posizione sulla questione di costituzionalità posta dal ricorrente in riferimento a tale norma "*sullo spunto che la normativa tenderebbe a tutelare l'interesse dei soci di maggioranza e non tanto l'interesse generale del mercato*", ritenendo che tale impostazione risulti "*frutto di una lettura distorta della ratio della normativa, che pone in equilibrio le posizioni potenzialmente*

confliggenti, apprestando in via mediata garanzie di trasparenza e di parità di trattamento (...) a esclusiva tutela di interessi economici pubblici e generali".

Inoltre rileva notare che, prescindendo da un esame della questione della legittimità costituzionale di leggi che rappresentino esecuzione dei trattati comunitari, il dibattito di cui si è dato conto e la stessa posizione giurisprudenziale appena riportata precedono l'emanazione della Direttiva (che risale al 2004) e comunque il suo recepimento nel testo dell'art. 111 (2007). Dal momento che su questo tema l'unica rilevante opzione offerta al legislatore nazionale da quello comunitario riguardava la fissazione della soglia (tra il 90% e il 95%) al di sopra della quale sorge il diritto di acquisto, la questione della costituzionalità potrebbe sembrare superata, avendo tra l'altro il legislatore nazionale recepito la norma attestandosi sulla soglia più elevata prevista dalla "forchetta" fissata dalla Direttiva.

In ogni caso va considerato che la legittimità costituzionale delle norme societarie italiane che con riguardo alle delibere assembleari invalide hanno limitato al piano risarcitorio la tutela degli azionisti di minoranza[148] è questione che ha interessato la dottrina già a partire dalla riforma del 2003. Ai nostri fini va segnalato che l'istituto dello *squeeze-out* è stato recentemente assoggettato a vaglio di costituzionalità in Germania, dove l'istituto opera a seguito di delibera assembleare, sempre a favore del socio che possieda il 95%, anche se non acquisito a seguito di offerta pubblica obbligatoria totalitaria[149].

A tale proposito offrono qualche spunto di riflessione alcune affermazioni rinvenute in particolare in una decisione della Corte Costituzionale federale tedesca[150] chiamata a pronunciarsi sulla legittimità della disciplina dello *squeeze-out*[151]. Tali disposizioni prevedono, in estrema sintesi, che l'assemblea di una società per azioni possa deliberare il trasferimento coattivo delle partecipazioni dei soci di minoranza al socio di maggioranza,

[148] Cfr. l'art. 2377 c.c..

[149] Cfr. MONDINI, Legittimità costituzionale della disciplina tedesca dello squeeze-out: una interessante pronuncia del Bundesverfassungsgericht, in Rivista delle società, 2007, 1193.

[150] BverfG, 30 maggio 2007 – 1 BvR 390/04, in ZIP, 2007, 1261.

[151] §§ 327° ss. AktG.

purché quest'ultimo già possieda almeno il 95% del capitale sociale e offra come corrispettivo della cessione la somma stabilita da un esperto indipendente nominato dal tribunale[152].

Il trasferimento è efficace dal momento della iscrizione della delibera nel registro delle imprese: iscrizione che non può avvenire nella pendenza di un'azione di impugnazione, salvo che il tribunale competente, su istanza della società, accerti in via sommaria (c.d. *Freigabeverfahren*) la infondatezza delle ragioni dei soci di minoranza ricorrenti e acconsenta alla esecuzione immediata dell'operazione di *squeeze-out*. Qualora poi il successivo procedimento ordinario si concluda con esito opposto, ai soci ormai definitivamente esclusi il legislatore riserva il solo rimedio risarcitorio.

Nel caso di specie qui richiamato i soci lamentavano tra l'altro l'incompatibilità della disciplina ora descritta con la tutela della proprietà privata assicurata dall'art. 14 *Grundgesetz*. La Corte ha ritenuto infondate le censure in merito sollevate, ponendosi in linea con la dottrina e la giurisprudenza di merito assolutamente prevalente[153].

Se infatti la copertura di rango costituzionale offerta dal menzionato art. 14 si estende anche alla posizione associativa in una *Aktiengesellschafft*, connessa alla titolarità della partecipazione, ciò non preclude in via di principio al legislatore di introdurre norme per la esclusione coattiva della minoranza: secondo il ragionamento dei giudici costituzionali, infatti, l'ipotesi non integrerebbe la fattispecie di un'espropriazione (consentita solo se giustificata dalla presenza di un interesse pubblico ai sensi dell'art. 14, Abs.3, così come dell'art. 42, comma 3 della nostra Costituzione italiana), ma costituirebbe un limite legale al contenuto del diritto di proprietà. Come tale esso è stato ritenuto dunque compatibile con l'ordinamento costituzionale tedesco, se, in conformità al principio di proporzionalità ("*Verhaltnismassigkeit*"), persegue uno scopo legittimo e assicura ai soci, privati della loro partecipazione azionaria, un pieno indennizzo e una effettiva tutela.

---

[152] Si noti che a differenza della disciplina italiana non è previsto il requisito di aver previamente lanciato un'offerta pubblica totalitaria.

[153] Cfr. la nota di H. BUNGERT, in BB, 2007, 1518, nonché a U.HUFFER, AktG7, Munchen, 2006, §327°, Rn. 4, 1677, e soprattutto al lavoro monografico di Ch. Lenz e R. Leinekugel, Eigentumschutz beim Squeeze-out, Koln, 2004.

Nell'argomentare tali assunti la Corte ha svolto le riflessioni di maggiore impatto dogmatico. E' infatti stata ritenuta pienamente legittima una valutazione dell'interesse associativo degli azionisti da parte del legislatore differenziata in funzione della misura della loro partecipazione al capitale: dalla considerazione che "*i soci di minoranza non possono di regola esercitare alcuna rilevante influenza sulla gestione dell'impresa*" consegue che per questi "*l'azione rappresenta tipicamente un investimento di capitale (KIapitalanlage) più che una partecipazione imprenditoriale (unternehmerische Beteiligung)"* [154] con l'ulteriore corollario dell'ammissibilità di una tutela meramente patrimoniale degli interessi di questi membri della compagine sociale.

Pertanto, in tale ottica, non solo sarebbe lecita l'esclusione di soci la cui quota partecipativa non superi complessivamente il ventesimo del capitale sociale, se liquidata in misura congrua (e questo requisito pare giustamente soddisfatto dalla indipendenza dell'esperto preposto alla determinazione del corrispettivo ai sensi del § 327c), ma muovendo da tali considerazioni la Corte tedesca ha anche affermato la legittimità delle disposizioni che limitano la tutela reale degli azionisti di minoranza per l'invalidità del procedimento di *squeeze-out* nell'ambito del solo procedimento sommario di *Freigabevrfahren* previsto dal combinato disposto dei §§ 327e e 318, Abs. 6. Non è parso dunque incostituzionale il preteso "scadimento" al mero rimedio risarcitorio per l'esercizio dell'azione in sede ordinaria.

Una più recente giurisprudenza tedesca evidenzia i limiti della tutela costituzionale dei diritti incorporati nella partecipazione sociale. A tal proposito va preliminarmente precisato che nell'ordinamento tedesco non si rinviene una disciplina sostanziale di rango primario dell'esclusione dalle negoziazioni su richiesta dell'emittente (c.d. *delisting* volontario), limitandosi l'unica norma in materia[155] a rinviare al regolamento di borsa per assicurare un'adeguata tutela degli investitori. In questo laconico contesto normativo è intervenuta da tempo la giurisprudenza di legittimità, che a partire da un celebre *leading case* del BGH del 25 novembre 2002 (II ZR 133/01 "Macrotron") ha fissato come condizioni per la legittima uscita dal mercato di un emittente l'adozione di una specifica delibera assembleare e l'obbligo per il socio di maggioranza o per la società stessa di acquistare le partecipazioni dei soci di

[154] Cfr. Rn. 23.

[155] Cfr. § 39 BorsG.

minoranza a un prezzo di liquidazione, il cui ammontare è soggetto a una valutazione giudiziale secondo il procedimento previsto per analoghe operazioni societarie (*Spruchverfahern* applicabile, per esempio, ai casi di *squeeze-out*). Secondo tale orientamento giurisprudenziale, infatti, la ridotta circolazione delle partecipazioni sociali, inevitabilmente connessa a un'esclusione dalla negoziazioni dei titoli, costituirebbe una lesione del diritto costituzionale di proprietà dell'azionista (ai sensi del menzionato art. 14 comma 1 GG), che deve perciò ricevere una adeguata compensazione economica per tale pregiudizio.

Di recente veniva posta all'attenzione di alcuni Tribunali di merito la questione se l'orientamento giurisprudenziale sopra descritto dovesse applicarsi non solo in caso di delisting, ma anche in caso di c.d. *downlisting* e cioè nell'ipotesi in cui la società emittente richieda l'esclusione dalle negoziazioni di un mercato regolamentato mantenendo contestualmente la negoziazione dei propri titoli su un segmento di mercato non soggetto a regolamentazione statale[156]. I giudici del LG e dell'OLG di Monaco rigettavano la richiesta dei soci di minoranza, che pretendevano di veder liquidata la propria partecipazione sulla scorta del caso "Macrotron", osservando che nel caso loro sottoposto non vi erano gli estremi per un'applicazione analogica della soluzione giurisprudenziale.

Entrambe le pronunce venivano portate all'esame della Corte Costituzionale per la pretesa violazione del diritto costituzionale di proprietà di cui all'art. 14 GG in relazione al difetto di tutela assicurato all'azionista di minoranza in una fattispecie di *downlisting*. Con una pronuncia ampiamento motivata dell'11 luglio 2012[157] il *Bundesverfassungsgericht* ha respinto il ricorso perché infondato. Il ritiro dalla quotazione su un mercato regolamentato non inciderebbe infatti sulle prerogative dell'azionista costituzionalmente protette in relazione al suo diritto di proprietà. Come la stessa Corte aveva avuto modo di osservare in precedenti sentenze, la previsione dell'art. 14 GG comprenderebbe anche quella speciale forma di "proprietà" rappresentata dalla partecipazione sociale, assicurando quindi una tutela di rango costituzionale alla posizione sostanziale da essa incorporata, sia sotto il profilo amministrativo, sia sotto quello patrimoniale.

[156] Nella specie il segmento "m:access" della Bayerische Borse di Monaco.

[157] Tale pronuncia è pubblicata in ZIP, 2012, 1402; WM, 2012, 1378; NZG, 2012, 826.

Tuttavia, oggetto di protezione costituzionale non sarebbero il mero valore patrimoniale della partecipazione, né le singole prerogative che su tale valore possono influire: così, l'ambito costituzionale della tutela della proprietà del singolo azionista non si estenderebbe al maggior valore della partecipazione indirettamente connesso alla più elevata disciplina di pubblicità fissata dall'ordinamento azionario in relazione alla circostanza della quotazione dei titoli su un mercato regolamentato. La maggiore facilità di circolazione collegata alla negoziazione dei titoli su un mercato regolamentato rispetto a quella su un mercato libero costituirebbe una semplice "qualità" della proprietà azionaria e non un elemento costitutivo della stessa[158].

Esclusa dunque una rilevanza di carattere costituzionale, la determinazione della protezione degli interessi degli azionisti di minoranza in un'ipotesi di *downlisting* spetterebbe al legislatore ordinario o, in difetto, all'interpretazione della giurisprudenza, così come avvenuto a partire dal caso "Macrotron" per la fattispecie del *delisting*: se un procedimento ermeneutico di applicazione analogia sia legittimo in questo come in quel caso è soluzione di merito, che – secondo il giudice costituzionale – è "*legittima, ma non imposta*" dal *GrundGesetz*[159].

6 La rilevanza dell'art. 1 del I Protocollo addizionale della CEDU

In merito alla questione di costituzionalità essenziale è il ruolo da riconoscere alla Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo. Dubbi non dovrebbero sorgere, in primo luogo, circa la rilevanza dell'art. 1 del I Protocollo addizionale della CEDU, che reca la garanzia della proprietà privata. Come più diffusamente si dirà in seguito, si può ormai dare per asseverato che, nell'interpretazione elaborata dalla giurisprudenza di Strasburgo, la norma si riferisca non soltanto alla proprietà *stricto sensu,* su beni mobili o immobili, materiali o immateriali, ma più latamente ad ogni diritto, utilità o interesse, purché patrimonialmente apprezzabile, ivi compresi i diritto di credito e l'avviamento commerciale, le licenze commerciali e le concessioni di sfruttamento di attività e beni pubblici: e per quanto qui

[158] P.F. MONDINI p. 1293 – 1295 Rivista delle società 2012.

[159] Come emerge anche da questa brevi considerazioni, la pronuncia della Corte ha un notevole rilievo sul piano sistematico e forma già oggetto di numerosi commenti in dottrina (tra gli altri, v. A. KIEFNER – B. GILLESSEN, in AG, 2012, 645 ss.)

specificamente attiene alla materia societaria, anche ad ogni tipo di conferimento di mezzi economici o di capacità personali, con assunzione di rischio individuale.

La pertinenza della garanzia accordata dalla norma si estende dunque, in astratto a tutte le situazioni giuridiche soggettive patrimoniali che coinvolgono i rapporti interni od esterni alla figura associativa: dal conferimento alla partecipazione sociale, quale "bene di secondo grado"[160], ai dividendi, ai diritti che derivano dallo scioglimento del rapporto sociale – sia esso limitato al singolo socio, o sia invece dipendente da una liquidazione generale – come pure ai rapporti di debito e credito, in sé esterni alla compagine associativa ma di cui quest'ultima sia soggetto attivo o passivo, nonché al patrimonio sociale rispetto ai terzi.

Le disposizioni a tutela della proprietà contenute nel sistema della CEDU, dunque, non sembrano circoscritte al limitato angolo visuale della quota come bene, ma si estendono alla generalità dei rapporti obbligatori, endosocietari come esosocietari.

E' opportuna una preliminare, seppur sommaria analisi della norma, nell'interpretazione elaborata dalla giurisprudenza di Strasburgo. E' *ius receptum* infatti che l'art. 1 prof. I si scompone in tre distinte regole: (i) una prima norma (§ 1, pr.), di carattere generale, che enuncia il principio del rispetto dei beni di proprietà privata; (ii) una seconda disposizione (§a, fine), che definisce le condizioni alle quali ne risulta lecita l'espropriazione da parte dei pubblici poteri, (iii) un'ultima disposizione (§ 2) che legittima i singoli Stati membri a disciplinare per legge l'uso dei beni in proprietà privata, in conformità all'"interesse generale".

Al riguardo, due precisazioni si rendono necessarie. La prima è che anche quando, come nel campo dei rapporti tra privati, non sia invocabile la regola sub (ii) – non essendovi tecnicamente espropriazione senza esercizio autoritativo di pubblici poteri – la regola sub (i) impone sempre e comunque, in via generale, che ogni privazione della proprietà venga prevista dalla legge, persegua un fine legittimo, risponda a un interesse generale e sia accompagnata da un'adeguata compensazione[161].

---

[160] Cfr. ex multis Corte eur. Dir. Dell'uomo 25 luglio 2002, Sovtransavto Holing c. Ucraina, in Recueil des arrets ed décisions, 2002 – VII, p. 95 ss..

[161] Cfr. Corte eur. Dir. Dell'uomo 9 maggio 1986, Linde c. Svezia, in Décisions et rapports, 47, p. 272.

Un secondo rilievo è che l'art. 1 fa obbligo all'ordinamento interno unicamente di salvaguardare la proprietà in quanto esistente in capo al singolo, ma non garantisce alcun diritto individuale all'acquisto della proprietà[162]: la CEDU tutelerebbe dunque solo i beni che già si trovano in proprietà del soggetto, non protegge invece i modi di acquisto della proprietà.

Numerosi sono i quesiti che emergono, in questo contesto normativo, per quanto riguarda la protezione del capitale di rischio, nonché la protezione del capitale di credito, intesi entrambi come "beni" alla stregua dell'art. 1 prot. I.

Sotto il primo dei due profili appena indicati, appare opportuno ricordare la rilevanza delle zioni di società quali "beni" dal punto di vista dell'art. 1 prot. I, e come nella considerazione della Corte di Strasburgo l'azione di società costituisca "*una cosa complessa*" il cui contenuto non si esaurisce nel credito indiretto sull'attivo sociale, ma include anche "*altri diritti, in particolare i diritti di voto e di influire sulla società*"[163].

Il rilievo dello *squeeze-out* nella prospettiva dei diritti dell'uomo è duplice poiché esso, oltre a determinare l'esclusione del socio minoritario dalla compagine associativa, si risolve in una misura che da alcuni è stata avvicinata ad una sorta di "espropriazione privata". Proprio per questo secondo profilo, l'istituto è stato ripetutamente investito di dubbi di legittimità, sia davanti alla Corte di Strasburgo, sia, come accennato *infra*, davanti al Tribunale costituzionale federale tedesco.

Quest'ultimo si è limitato ad affermare che il § 327a AktG (omologo del nostro art. 111 TUF) non viola l'art. 14, Abs. 1, GG (ossia la norma costituzionale tedesca che tutela la proprietà privata), sia perché la perdita da parte degli azionisti di minoranza viene interamente compensata, sia perché gli azionisti di minoranza posseggono, in definitiva, soltanto una *Kapitalbeteiligung* e non una *unternehmerische Beteiligung.* Finché e nella misura in cui il legislatore tedesco, dunque, si preoccupa di compensare economicamente l'interesse

[162] Cfr. ex multis Corte eur. Dir. Dell'uomo 23 gennaio 2002, Slivenko et al. C. Lettonia, in Recueil des arrets et décisions, 2002-II, p. 493 ss..

[163] In quest'ottica, vi sarebbe da dubitare sulla conformità a convenzione di quelle disposizioni speciali, come ad esempio l'art. 2, comma 1, lett c), della l. 474/1994 che abilitano la p.a. ad impedire lo scioglimento di talune società privatizzate o che differiscono la liquidazione ed estinzione di società già sciolte, così privando sine die i soci sia della restituzione del capitale, sia del potere "di influire sulla società".

patrimoniale della minoranza, non assumerebbe rilievo costituzionale il fatto che l'eventuale interesse di quest'ultima alla conservazione della propria partecipazione sia posposto all'interesse della maggioranza al libero svolgimento della propria iniziativa economica, a sua volta garantito dall'art. 2 GG.

Argomentazioni in certo qual modo analoghe pareva spendere anche la Corte europea quando – decidendo nel 1982 il caso *Bramelid*[164] – aveva osservato che, sotto il profilo della conformità all'art. 1 prot. I, l'imposizione di un obbligo agli azionisti minoritari di cedere, in determinate circostanze, le loro quote agli azionisti di maggioranza poteva rientrare entro quel margine di discrezionalità concesso dalla CEDU agli Stati membri di conformare le regole di diritto privato incidenti sul patrimonio dei singoli, in quanto disposizioni "*indispensables à toute vie en société sous un régime d'économie de marché*". Essa aveva però nel contempo rivendicato anche la propria competenza a sindacare il modo in cui lo Stato concretamente disciplina i rapporti tra privati, onde assicurare che "*le législateur n'introduit pas entre eux un déséquilibre tel qu'il aboutirait dépuiller arbitrairement et injustement une personne au profit d'une autre*" così da configurare appunto lesione o ingerenza nel diritto al rispetto dei beni, garantito dalla clausola generale del comma 1, prima parte, dell'art. 1 prot I.[165]

Tali argomentazioni si prestano tuttavia a delle critiche, in primo luogo perché non spiegano come lo *squeeze-out* – che, in fondo, si sostanzierebbe in un peculiare modo d'acquisto della proprietà – si contemperi con il principio per cui la convenzione tutela i soli beni già esistenti nel patrimonio dell'individuo, mentre non garantisce alcun diritto individuale all'acquisto di beni[166]: il che implica che, nel conflitto tra socio di maggioranza che intende acquistare e socio di minoranza che intende conservare il proprio bene, la CEDU dovrebbe a rigore privilegiare la tutela del secondo, non quella del primo.

Lo stesso ordine di argomentazioni non appare neppure in armonia con l'evoluzione giurisprudenziale compiuta in tempi più recenti dalla Corte europea sul tema dell'Art. 1 prot.

---

[164] Commiss. dec. 12 ottobre 1982, Bramelid e Malmstrom c. Svezia, in Dècisions et rapports, 29, p.64 ss.

[165] Cfr. in senso analogo anche Corte eur. Dir. Dell'uomo, dec. 30 marzo 2000, Kind c. Germania, in Décisions et rapports, 50, p. 121 ss..

[166] Cfr. Corte eur. Dir. Dell'uomo 11 gennaio 2007, Anheuser-Busch Inc. c. Portogallo, in Recueil des arrets et décisions, 2007-I, 64.

I, nella quale si sono maggiormente chiariti i motivi di interesse generale alla cui stregua può giustificarsi una modificazione dell'assetto proprietario, e si è esclusa per definizione l'esistenza di un'utilità pubblica – che , sola, può legittimare l'ingerenza – allorché il trasferimento coattivo della proprietà avvenga a vantaggio di privati e in vista di un'utilizzazione unicamente lucrativa dei beni stessi. Finalità, quest'ultima, che nel caso dello *squeeze-out* è invece palesemente declinata nelle premesse, vuoi per il carattere imprescindibilmente commerciale coessenziale alla società quotata, vuoi per l'inerenza dell'interesse perseguito ad esigenze non della comunità[167], ma di un altro privato, appunto il socio di maggioranza (e solo perché tale)[168].

Anzi, proprio la ragione addotta per legittimare l'ingerenza nel godimento della proprietà – ossia che, in un sistema giuridico improntato ad economia capitalistica di mercato, la facoltà di eliminare una minoranza fornita di diritti potenzialmente suscettibili d'intralciare l'azione di governance, nella discrezionalità del legislatore interno, può risultare funzionale a un'ottimizzazione dell'attività d'impresa[169]– dimostrerebbe paradossalmente come non sia possibile ridurre il rilievo della minoranza a mera questione di *Kapitalbeteiligung*.

La minoranza qualificata dispone per l'appunto di poteri[170], i quali, proprio perché variamente ricadenti sull'organizzazione corporativa dell'impresa societaria, palesano incontrovertibilmente la loro simultanea riconducibilità anche alla sfera di applicazione dell'art. 11 CEDU[171].

---

[167] Sull'esigenza di correlare il concetto di "interesse generale", esplicitato al comma 2 dell'art. 1, a bisogni della collettività cfr. da ult., Corte eur dir. Dell'uomo, dec. 29 marzo 2011, Kemal Uzan et al. C. Turchia (n. 18240/03).

[168] Sotto questo profilo, un'eccezione potrebbe forse configurarsi rispetto al socio maggioritario di società a prevalente partecipazione pubblica o comunque di società esercenti un servizio pubblico.

[169] Cfr. N. ABRIANI, La proprietà come diritto dell'individuo di fronte alla comunità internazionale, relazione presentata al convegno L'incidenza del diritto internazionale sul diritto civile, Capri 25-27 marzo 2001, p. 20.

[170] Si pensi, a tacer d'altri, agli artt. 2377, comma 3; 2367 comma 1, 2393 ult comma; 2393 bis, comma 2, 2409, comma 1 c.c. e 147ter comma 1 TUF.

[171] Cfr. la definizione dello squeeze-out, in quanto consenta di liberarsi di "minoritaires parfois encombrants", come eccezione legislativa a "l'interdiction de principe d'exclure un associé", M. COZIAN, A. VIANDIER, F. DENOISSY, Droit des sociétès, Paris 2004, p. 384.

Contro la sussunzione del diritto di acquisto ex art. 111 TUF tra le fattispecie che incidono sulla libertà d'associazione, è stata peraltro sollevata una serie di critiche, incentrate sul fatto che la società per azioni (a tanto maggior ragione, se quotata) non costituirebbe più - nemmeno ormai nel suo momento genetico – fenomeno associativo, valendo piuttosto come generico strumento di utilizzazione privata delle risorse produttive e di allocazione degli investimenti: si è negato quindi che in essa sia più ravvisabile esercizio comune di attività e, parallelamente, che sia configurabile una "formazione sociale" in cui si svolga la personalità umana.

Tali critiche peraltro muovono da una non condivisibile impostazione del problema e tenderebbero a risolversi in una petizione di principio.

In primis, esse trascurano che non esiste necessaria corrispondenza biunivoca tra partecipazione di minoranza in società quotata e mero investimento di capitale: una componente sociale minoritaria può di fatto trarre origine anche da un'iniziale ed autentica *unternehmerische Beteiligung*. La partecipazione originaria ben potrebbe persino risalire ad un sodalizio connotato da forte impronta personalistica: ad esempio, laddove il socio di società cooperativa fosse approdato alla quotata per effetto di operazioni straordinarie, come fusioni o trasformazioni, anche eterogenee[172].

Non si considera, inoltre, che la quotazione non costituisce mai condizione originaria della società né tantomeno, configura un tipo sociale a sé stante[173].Pertanto il socio rimasto minoritario potrebbe in realtà aver subito la sopravvenuta decisione sociale di quotarsi, senza possibilità di reazione, dato che la legge offre sì tutela al singolo nell'ipotesi di *delisting* (art. 2437quinques c.c.) ma non nell'ipotesi inversa di dissenso sulla richiesta di prima ammissione a quotazione[174]. Non appare dunque corretto postulare che l'azionista soggetto a *squeeze-out* sia sempre, e per definizione un semplice investitore se non al costo d'ipostatizzare quella che si presenta solo come una (ma non l'unica) tra le possibili varianti alla composizione della

[172] Si tratta di una ipotesi tutt'altro che implausibile se si pensa alla non infrequente incorporazione di banche di credito cooperativo da parte di banche maggiori: art. 36 TUB) b. 82).

[173] Cfr. ex multis R. COSTI, Il mercato mobiliare, Torino 2010, p. 296.

[174] Sul punto che la delibera di quotazione di per sé non generi titolo alcuno al recesso, non sostanziando trasformazione, v. da ult. G. MARASA' in Comm. Romano al nuovo dir. Delle società, vol II, t. 2, Padova 2011, p. 780.

compagine sociale; e così discostarsi da quell'approccio pragmatico che la Corte europea ha invece sempre adottato anche nelle fattispecie riguardanti società commerciali, preoccupandosi d'indagare di volta in volta attentamente sull'origine del vincolo sociale e sulle vicende della singola partecipazione proprio agli effetti dell'applicazione in concreto dell'art. 11 CEDU.

D'altro canto, non pare neppure efficace il richiamo al principio dell'integrazione *ex lege* del contenuto contrattuale, secondo la previsione dell'art. 1374 c.c., e così l'argomento che la soggezione allo *squeeze-out* altro non sia che una delle conseguenze legali dell'adesione del socio al contratto associativo, ancorché dal medesimo contratto non espressa. Dal punto di vista della Convenzione, infatti, stabilire che l'ingerenza (qui consistente, appunto nell'alienazione coattiva) è un'ingerenza prevista dalla legge, non risolve ma sposta soltanto il problema: ai fini dell'art. 11 infatti non è sufficiente la verifica che la restrizione sia stabilita dalla legge – il che, nel caso, è incontroverso – ma si esige altresì il requisito, distinto ed ulteriore, che essa comunque costituisca misura necessaria in una società democratica secondo i parametri dello stesso art. 11 CEDU: vale a dire, secondo la giurisprudenza della Corte, che risponda "a un bisogno sociale imperioso"[175] invero assai difficile da ravvisare nell'art. 111 TUF o nell'art. 15 della direttiva 25/2004.

Oltretutto l'OPA, come pure il *merger leveraged buyout* (art. 2501bis c.c.) nonché la fusione e la trasformazione eterogenee, sono tutti fenomeni che, a ben vedere, si collocano al di fuori del programma comune originario e delle variabili organizzative in cui il socio (quantomeno, se ha aderito al vincolo associativo prima della quotazione) ha tenuto conto: e ne costituiscono, per così dire, delle variabili esogene o, se si vuole, fatti esoassociativi, seppur idonei ad incidere sui rapporti endoassociativi. Anche in una prospettiva decisamente contrattualistica, dunque, e quindi postulando che l'adesione alla società davvero implichi valida e reciproca rinuncia pattizia al corrispondente *Grundrecht*[176] non si può non rilevare come quella rinuncia difficilmente potrebbe operare nei riguardi di soggetti e di fatti che muovono dall'esterno della compagine originaria.

---

[175] Cfr. Corte eur. Diritto dell'uomo 27 aprile 2010, Olafsson c. Islanda (n. 20161/06).

[176] Cfr. J. DINE, Using Companies to Oppress the Poor, in A. VV. Human Rights and Capitalism, a Multidisciplinary Perspective on Globalisation, a cura di J. Dine, Cheltenham, Northapmton 2006, p. 60.

Assumendo dunque che non sia possibile asseverare a priori l'inesistenza di un rilievo associativo nella partecipazione di minoranza in società quotate, sembrerebbe lecito pensare che lo *squeeze-out* non si possa sottrarre in linea di principio ad un vaglio di conformità all'art. 11 CEDU, di portata verosimilmente negativa.

Considerazioni conclusive

Le analisi svolte nei precedenti Capitoli inducono a convenire sull'esistenza di un regime più flessibile di *squeeze-out* negli Stati Uniti, rispetto al contesto europeo. Tale affermazione trova giustificazione se si considera quanto segue: (i) la struttura federale del sistema statunitense e la conseguente competitività esistente tra gli Stati membri; (ii) il rischio ed i costi di eventuali liti in caso di società quotate; (iii) il radicamento culturale del fenomeno del *freeze-out* nell'ottica dei diritti di proprietà degli azionisti e della generale considerazione di cui gode il socio di minoranza.

A tal proposito, è stato autorevolmente sostenuto che nel contesto europeo sarebbe dunque auspicabile, al fine di creare un efficiente mercato finanziario comune, un'armonizzazione sostanziale tra le regolamentazioni. L'attuale crisi economica costituisce infatti la prova più evidente dell'interdipendenza esistente tra i mercati finanziari, alla ricerca costante del miglior equilibrio tra gli obiettivi di efficienza produttiva e la tutela delle minoranze. Potremmo senza dubbio affermare che le regole sul *freeze-out* rappresentano una piccola, ma fondamentale parte di tale dialogo.

Nel presente lavoro, in particolare, sono state sottoposte ad un riesame critico le diverse funzioni che la dottrina economica e quella giuridica hanno ad oggi variamente attribuito all'istituto dell'estromissione forzosa degli azionisti di minoranza di società quotate e, nello specifico, al diritto di acquisto previsto dalla legge italiana.

Le riflessioni sinora svolte dovrebbero *in primis* aver mostrato come la disciplina del diritto di acquisto nell'ordinamento italiano delle società quotate possa difficilmente considerarsi funzionale alla tutela, in via immediata e diretta, di interessi a carattere generale, in quanto più probabile appare la lettura della *ratio* del diritto di acquisto che ne sottolinea la funzionalità immediata e diretta di tale istituto a interessi specifici dell'azionista di controllo e del gruppo al quale questi appartenga.

Fra tali interessi, quelli tipici dell'azionista che sia *da tempo* al controllo di una società quotata lasciano spazio a dubbi in merito alla possibilità che il diritto di acquisto possa oggi giustificarsi in base all'esigenza di garantire agli emittenti quotati e ai soggetti che li controllano una "via di uscita" volontaria dalla quotazione, con conseguente eliminazione dei

costi specifici connessi al mantenimento della negoziazione dei titoli su un mercato regolamentato e all'osservanza del regime giuridico che l'ordinamento prevede per le società quotate.

I contrapposti interessi soggettivi riguardati da vicende di *delisting* volontario – ossia l'interesse del gruppo di comando e quello dei soci di minoranza – risulterebbero nel complesso meglio contemperati da un sistema che, da un lato, consenta agli emittenti quotati di decidere e ottenere *tout court* l'uscita volontaria dal listino e, dall'altro, garantisca in tale ipotesi alla minoranza la *facoltà* di uscire dall'investimento a prezzi di borsa (mediante il recesso), prima che essa possa subire gli effetti negativi della decisione dell'azionista di controllo.

Tra le funzioni attribuite al diritto di acquisto come istituto che tutela in via immediata e diretta interessi specifici dell'azionista da tempo al controllo di una società quotata, vi è quella di rendere possibile l'eliminazione volontaria dei costi legati alla presenza di azionisti di minoranza nella compagine sociale. Sotto questo profilo, ad oggi l'ordinamento societario italiano non offre agli azionisti di controllo soluzioni alternative per ottenere l'esclusione della minoranza dalla compagine sociale: il diritto di acquisto previsto dall'art. 111 TUF può pertanto considerarsi uno strumento indispensabile per ottenere tale risultato.

Nel capitolo che precede si è tentato di dimostrare che il particolare diritto contemplato dall'art. 111 TUF dovrebbe correttamente qualificarsi, alla luce delle norme costituzionali in materia proprietaria, come «*modo di acquisto*» del diritto di proprietà, piuttosto che come *espropriazione*. L'introduzione legislativa del diritto di acquisto andrebbe cioè ricondotta all'intervento "conformativo" dei pubblici poteri in materia proprietaria, piuttosto che all'intervento "espropriativo"; conseguentemente, ogni valutazione in ordine alla legittimità costituzionale dell'istituto dovrebbe essere svolta alla luce del parametro della «*funzione sociale*» della proprietà enunciato dal secondo comma dell'art. 42 della Costituzione, non alla luce dell'«*interesse generale*» di cui parla il terzo comma dello stesso articolo.

L'impossibilità di ricondurre alle categorie "espropriative" l'intervento del legislatore *ex* art. 111 TUF, fondata su riflessioni condotte in un'ottica esclusivamente proprietaria,

sarebbe poi confermata dalla più precisa qualificazione che dell'istituto si è proposta nel Capitolo che precede.

Riconoscendo nel diritto di acquisto gli estremi di una particolare fattispecie di riscatto di azioni che integra imperativamente gli statuti di società quotate e che è dotata di portata "organizzativa" e di natura propriamente "sociale", si è rilevato come la norma di legge istitutiva di tale diritto dia luogo, anzitutto, ad un fenomeno di integrazione imperativa dei rapporti giuridici particolari che intercorrono fra azionisti di società quotate e, solo di riflesso, dia impulso ad una vicenda traslativa della proprietà azionaria.

Nello stesso Capitolo si è poi evidenziata la peculiare natura della proprietà azionaria, della quale si è ricordato il prevalente carattere di strumento di certificazione di una posizione contrattuale, che, come tale, «*soggiace [..] al primato delle regole organizzative*»[177] proprie del contratto di società.

Anche tali considerazioni sono valse dunque ad escludere la soggezione della norma istitutiva del diritto di acquisto al regime del terzo comma dell'art. 42 della Costituzione (che prevede la necessaria ricorrenza di «*motivi di interesse generale*» e di un «*indennizzo*»).

Se il giudizio sulla costituzionalità del diritto di acquisto *ex* art. 111 TUF deve dunque essere svolto alla luce del parametro della «*funzione sociale*» previsto dal secondo comma dell'art. 42, piuttosto che alla luce dell'«*interesse generale*» previsto dal terzo comma del medesimo articolo, non risulta allora decisiva, per negare la legittimità costituzionale dell'istituto (come è stato talora fatto in dottrina), la circostanza che esso non tuteli in via immediata e diretta un interesse generale, bensì alcuni interessi particolari dell'azionista di controllo di una società quotata.

Si è visto infatti che, nell'apprezzare la «*funzione sociale*» della proprietà, nel rispetto del principio di uguaglianza sostanziale stabilito dall'art. 3 della Costituzione, il legislatore ordinario ha facoltà di riservare trattamenti differenziati a *soggetti diversi* dell'ordinamento giuridico, purché tali trattamenti si giustifichino in base a *rationes distinguendi* non arbitrarie,

[177] Cfr. ancora WEIGMANN, Società per azioni, già cit. nel Capitolo II.

assunte in funzione di scopi costituzionalmente riconosciuti e non in contrasto con altri principi costituzionali rilevanti.

Si è inoltre rilevato che, al fine di valutare la costituzionalità del diritto di acquisto alla luce del parametro della «*funzione sociale*» della proprietà (nel caso di specie, azionaria), non rileva soltanto che la selezione di interessi operata dal legislatore sia *dichiaratamente* funzionale al raggiungimento di scopi costituzionalmente rilevanti. In tale valutazione, infatti, un ruolo significativo può essere giocato anche dalla coerenza e dalla idoneità della disciplina apprestata dal legislatore rispetto al raggiungimento degli scopi dichiarati, o meglio – come si è precisato – dalla *non manifesta incoerenza* e *inidoneità* di quella disciplina (dovendosi riconoscere al legislatore ordinario un inevitabile margine di discrezionalità nel tradurre in specifiche norme di legge le finalità dichiarate e nell'assicurare l'equilibrio complessivo degli interessi soggettivi riguardati dal suo intervento).

Posto che l'introduzione del diritto di acquisto nella regolamentazione delle società quotate viene giustificata anche e soprattutto per la sua funzione, mediata e indiretta, di incentivare il lancio di offerte volontarie totalitarie e incrementare l'efficienza del mercato del controllo societario, occorre allora che la disciplina puntuale dell'istituto risulti a tal fine non manifestamente incoerente o inidonea.

Tuttavia, nella concreta definizione della soglia di *freeze-out ex* art. 111 TUF, il legislatore italiano sembra avere in larga parte rinunciato alla coerenza della disciplina rispetto alla specifica funzione appena ricordata, per via del timore di introdurre nell'ordinamento un'eccessiva compressione del diritto di proprietà.

In termini generali, poi, andrebbe osservato che soglie legali di *freeze-out* riferite esclusivamente a percentuali di possesso azionario *del socio di controllo* riflettono una considerazione necessariamente "aggregata" o "collettiva" delle partecipazioni dei soci minoritari, e finiscono così col possedere una rilevanza in parte opinabile proprio in rapporto alla tutela del diritto di proprietà, che consiste in un diritto pur sempre individuale.

Sarebbe opportuno allora chiedersi se, nello speciale contesto della regolamentazione delle società quotate e del mercato azionario, un tale timore sia davvero giustificato.

Va considerato che una valorizzazione eccessiva dei profili proprietari del diritto di acquisto, oltre a non tenere conto della natura affatto particolare della proprietà azionaria, finirebbe con l'inscriversi, come è stato peraltro rilevato in giurisprudenza, «*all'interno di un pensiero liberistico di stampo ottocentesco che non dovrebbe dominare all'interno di un'economia di mercato sottesa al perseguimento di interessi meritevoli di tutela, alle esigenze di tutela dell'affidamento dei terzi e al raggiungimento di un giusto equilibrio tra gli opposti interessi, ove l'obbligo di comperare azioni residue dai soci disposti ad alienarle è controbilanciato dal diritto di riscattarle coattivamente*»[178].

La previsione di un obbligo di o.p.a. successiva totalitaria, nel sistema delle società quotate, costituisce un dato *tanto più* significativo sul quale riflettere (per convincersi della legittimità dell'introduzione di elementi riequilibrativi del sistema, quali potrebbero essere versioni più "coraggiose" del diritto di acquisto), *quanto più* si consideri che *anche* quella

[178] Trib. Milano, 13 marzo 2003, in Soc., 2004, p. 87 ss., con Commento di L. PICONE. Trattandosi ancora solo di un giudizio possessorio, il tema della costituzionalità dell'istituto è stato affrontato dal Tribunale «solo per amor di completezza» (p. 88; la "rilevanza" pregiudiziale della questione sarebbe peraltro certa nell'ambito di un giudizio petitorio che il ricorrente eventualmente decidesse di instaurare a conclusione del possessorio). Nella sentenza si afferma che «l'obbligo di presentare un'offerta costringe i soggetti privati che hanno raggiunto pressoché la totalità delle azioni ad assumere impegni eccedenti le proprie preferenze [il riferimento è qui all'obbligo di o.p.a. residuale] e segna il sopravvento delle esigenze di ordine pubblico economico, connesse al buon funzionamento del mercato, sulla libera formazione dei contratti. Si rammenta che negli ordinamenti europei un [..] meccanismo di riscatto coattivo delle azioni residue "flottanti" sorge a favore di chi raggiunge la soglia del 90% del totale, mentre in Italia la soglia – all'epoca della decisione di merito, ancora - del 98% era stata frutto di accese discussioni, essendosi obiettato da parte di alcuni redattori del T.U.F. che sarebbe stato incompatibile col nostro ordinamento privatistico un diritto di espropriazione delle azioni dei minoritari esercitato non nel pubblico, ma nel privato interesse. Tale obiezione, a parere del giudice, si iscrive all'interno di un pensiero liberistico di stampo ottocentesco che non dovrebbe dominare all'interno di un'economia di mercato sottesa al perseguimento di interessi meritevoli di tutela, alle esigenze di tutela dell'affidamento dei terzi e al raggiungimento di un giusto equilibrio tra gli opposti interessi, ove l'obbligo di comperare azioni residue dai soci disposti ad alienarle è controbilanciato dal diritto di riscattarle coattivamente ad un prezzo eterodeterminato e con meccanismi esterni e amministrativi di controllo (esercitati dalla Consob) posti a garanzia delle regole di correttezza, di trasparenza del mercato e di parità di trattamento tra gli azionisti [..]». Sia pure all'esito di passaggi logico-argomentativi intermedi non sempre del tutto chiari, il Tribunale ha poi concluso che «l'eccezione di incostituzionalità in riferimento all'art. 42 della Costituzione, sullo spunto che la normativa tenderebbe a tutelare l'interesse dei soci di maggioranza e non tanto l'interesse generale del mercato, appare frutto di una lettura distorta della ratio della normativa, che pone in equilibrio le posizioni potenzialmente confliggenti, apprestando in via mediata garanzie di trasparenza e di parità di trattamento [..] a esclusiva tutela di interessi economici pubblici e generali». Anche tale sentenza peraltro ha rigettato l'azione possessoria esperita dal ricorrente considerandola inammissibile per «manca[nza] in radice [del]l'oggetto della tutela possessoria invocata», trattandosi nel caso di specie di azioni quotate in regime di dematerializzazione totale (sulla non configurabilità di un possesso in senso tecnico avente a oggetto valori scritturali, e sulla conseguente non esperibilità dell'azione di reintegrazione in relazione a operazioni di giro ablative, cfr. CIAN, Dematerializzazione, cit., p. 165 ss.). Sull'equilibrio complessivo assicurato dalla simultanea previsione legislativa di obblighi di o.p.a., da un lato, e del diritto di acquisto, dall'altro, si sofferma anche WEIGMANN, Offerte pubbliche di acquisto (OPA), cit., p. 15, che auspica peraltro un abbassamento (fino al 90%) dell'attuale soglia ex art. 111 TUF.

presenza non si giustifica oggi per ragioni "logiche", bensì, come si è già rilevato nel presente Capitolo, per ragioni soprattutto "di opportunità"[179].

Nell'istituto del diritto di acquisto, peraltro, la tutela immediata e diretta degli interessi dell'azionista di controllo non sarebbe fine a sé stessa, bensì, dato il requisito del previo lancio di un'o.p.a. totalitaria, strumentale a un più generale *favor* per le forme di acquisizione totalitarie, e contribuirebbe così ad accrescere potenzialmente le occasioni di disinvestimento delle partecipazioni azionarie a prezzi convenienti. La tutela immediata e diretta degli interessi del controllante sarebbe dunque in funzione di scopi dotati di rilevanza costituzionale (art. 47 della Costituzione).

In particolare, le considerazioni relative *(i)* all'interesse particolare tutelato in via immediata e diretta dal *freeze-out* della minoranza a esito di o.p.a. e *(ii)* alla più generale funzione, di incentivo ai trasferimenti efficienti del controllo tramite o.p.a. totalitarie, alla quale l'istituto dovrebbe risultare, in via mediata e indiretta, funzionale sono ovviamente riferite all'ipotesi in cui il *freeze-out* della minoranza segua a un'offerta pubblica di acquisto finalizzata al trasferimento del controllo.

Le considerazioni appena svolte evidenziano che talvolta la presenza del *freeze-out* nella regolamentazione, assicurando una *divisione ineguale dei guadagni* scaturenti da un *takeover*, potrebbe rappresentare per un potenziale *raider* "efficiente" un incentivo decisivo all'acquisizione.

Il tema della divisione ineguale dei guadagni causata dall'esclusione della minoranza dalla compagine sociale[180] assume però un significato diverso quando tale esclusione abbia luogo non già in contesti di *takeover*, bensì in contesti di mero *going private*, peraltro prevalenti nella realtà italiana delle società quotate, ancora oggi caratterizzata da elevati livelli

[179] Siano esse relative all'efficienza del mercato della raccolta del capitale di rischio, siano esse relative all'efficienza del mercato del controllo societario. Da questo secondo punto di vista, se la presenza dell'o.p.a. obbligatoria disincentiva i trasferimenti inefficienti e "predatori" del controllo, il diritto di acquisto può incentivare i trasferimenti efficienti.

[180] Il tema più generale della divisione ineguale dei guadagni fra azionisti di controllo e azionisti di minoranza ricorre, quasi specularmente, nelle analisi della dottrina economico-giuridica intorno alla ratio dell'istituto dell'o.p.a. obbligatoria successiva a un trasferimento del controllo.

di concentrazione della proprietà azionaria nonchè da una ridotta mobilità del mercato del controllo.

Se nell'ipotesi di *takeover* una divisione ineguale dei guadagni potrà spesso giustificarsi, sul piano sostanziale, per il fatto che tali guadagni saranno in larga parte dovuti ai "meriti" del nuovo controllante (di modo che la loro divisione ineguale impedirà, semmai, il *free-riding* dei soci di minoranza, naturalmente nei casi di trasferimento efficiente del controllo), nell'ipotesi di *going private* sarà normalmente più elevato il rischio che tale divisione ineguale non trovi alcuna giustificazione sul piano sostanziale.

Ciò varrebbe, ad esempio, per il caso in cui un azionista *già* di controllo, come tale in possesso di informazioni riservate, decidesse di ritardare lo sfruttamento o il pieno sfruttamento di determinate opportunità sociali, attendendo di farlo solo dopo avere ottenuto l'esclusione della minoranza dalla compagine sociale, al fine di godere in via solitaria e per intero dei frutti di tali opportunità[181].

---

[181] Come si è cercato di mettere in luce nel presente lavoro, l'evidenziazione dei diversi interessi sostanziali sottesi a vicende di *freeze-out* in contesti di *going private* e in contesti di *takeover* è ricorrente nella letteratura nord-americana. Cfr., fra gli altri, GEVURTZ, Corporation Law, cit., p. 724 ss.: «*The desire of majority shareholders to force minority shareholders out of the corporation can arise in either of two contexts. It can occur in a situation in which the majority and minority shareholders co-existed for some time as owners of the corporation, but, for one reason or the other, the majority has become dissatisfied with such co-existence. Alternately, the majority shareholder might have planned, before becoming the majority shareholder, a two-step acquisition of the corporation – the first step being the purchase of enough stock to become the majority shareholder, and the second step being to eliminating any minority ownership. [..]. In fact, there might be some possible justifications for allowing the majority shareholder(s) to force out the minority when the majority's motivation simply is to capture a greater share of the corporation's value. One justification is that the majority is not trying to impose a wealth transfer from the minority to the majority, but, rather, is acting to prevent a wealth transfer in the other direction – from the majority to minority shareholders, who are seeking to free ride on an increase in corporate value resulting from the majority's actions. [..]. In the context in which majority and minority shareholders have been co-existing for some time, the majority's complaint about the free riding minority might not be that persuasive. If the majority performs services which increase the value of the corporation, or provides additional capital contributions which achieve the same, the majority presumably should not be able to obtain greater compensation in the form of salary, interests on loans, additional stock, or the like. The free rider argument might be more persuasive in the context of two-step acquisitions. Here, the acquirer might be creating added value to the corporation by virtue of the combination involved (in other words, synergies*)». Analogamente, COFFEE jr., *Transfers of Control and the Quest for Efficiency, cit*., p. 410 ss., osserva che, «[*a]lthough outside bidders may need the expectation of substantial reward to engage in a costly search for potential targets, insiders are inherently in possession of non public information about their own company. In short, the case for denying the minority a share of synergy gains in this context [il riferimento è qui a contesti di going private] is inherently weaker*».

BIBLIOGRAFIA

ABRIANI, N., *La proprietà come diritto dell'individuo di fronte alla comunità internazionale*, relazione presentata al convegno *L'incidenza del diritto internazionale sul diritto civile*, Capri 25-27 marzo 2001;

AMIHUD, Y. – KAHAN, M. – SUNDARAM, R., *The Efficiency and Welfare Foundations of Freezeout Laws in Takeovers*, «New York University Center for Law and Business» Working Paper #CLB-02-03, March 1, 2002 (disponibile in http: // papers. ssrn. com / abstract=305242);

ANDREWS, W.D., *The Stockholders' Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares*, in «Harvard Law Review», 78 (1965), 505;

ANELLO, P. – RIZZINI BISINELLI, S., *D. Lgs. 58/98. Sollecitazione all'investimento e offerta pubblica di acquisto*, in *Soc.*, 1998, 549;

ANGELICI, C., *Le disposizioni generali sulla società per azioni*. *La costituzione della società per azioni*. *La partecipazione azionaria nella società per azioni*, in *Trattato di diritto privato* diretto da P. Rescigno, vol. 16, Torino, 1985, 210;

ANNUNZIATA, F., *L'o.p.a. residuale in una recente legge francese*, in *Riv. soc.*, 1994, 1116;

ANNUNZIATA, F., *La Disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008, 381-382;

ANTUNES, J.E., *An Economic Analysis of Portuguese Corporation Law. System and currents developments*, 2004 (disponibile in http://www.uni-bocconi.it/dirittocommerciale, alla sez. "*law and economics*");

Audizione del Direttore generale del Ministero del tesoro presso la Commissione finanze della Camera dei deputati del 10 dicembre 1997, in *Riv. Società*, 1998, 214 ss.;

AULETTA, G., *Il contratto di società commerciale*, Milano, 1937;

BADINI CONFALONIERI, A. – VENTURA, R., *Commento all'art. 2497*, in *Il nuovo diritto societario*, *Commentario* diretto da G. Cottino e G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2004, vol. 3, 2160;

BAGNOLI, M. – LIPMAN, B.L., *Successful Takeovers without Exclusion*, in «The Review of Financial Studies», 1 (1988), 89;

BALDASSARRE, A., *Proprietà. I. Diritto costituzionale*, voce dell'*Enciclopedia Giuridica*, XXV, Roma, 1992, 12;

BALLARINO, T., *La società per azioni nella disciplina internazionalprivatistica*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 9, tomo 1, Torino, 1994, 148;

BALZARINI, P., *Le azioni di società*, in *Il diritto privato oggi*, collana a cura di C. Cendon, Milano, 2000;

BARBIERA, L., *Riflessi della legge sulle offerte pubbliche aventi ad oggetto valori mobiliari sulla libertà contrattuale dei soggetti interessati alle offerte e sull'autonomia statutaria delle s.p.a. quotate nei mercati regolamentati*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1995, I, 577;

BARCLAY, M.J. – HOLDERNESS, C.G., *Private Benefits from Control of Public Corporations*, in «Journal of financial economics», 25 (1989), 371;

BEARLE, A. – MEANS, G.C., *The Modern Corporation and Private Property*, New York, 1932;

BEARLE, A., *The Price of Power: Sale of Corporate Control*, in «Cornell Law Quarterly», 50 (1965), 628;

BEBCHUK, L.A. – HART, O., *Takeover Bids vs. Proxy Fights in Contests for Corporate Control*, «Harvard Law School, John M. Olin Center for Law, Economics, and Business» Discussion Paper n. 336, October 2001 (disponibile in http: // ssrn. com / abstract=304386);

BEBCHUK, L.A. – KAHAN, M., *Adverse Selection and Gains to Controllers in Corporate Freezeouts*, «Harvard Law School, John M. Olin Center for Law, Economics, and Business» Discussion Paper n. 248, 01/1999 (disponibile in http: // papers. ssrn. com / abstract_id = 147568; anche in *Concentrated Corporate Ownership*, R. Morck ed., 2000, 247);

BEBCHUK, L.A., *Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers*, «Harvard Law Review», 98 (1985), 1693;

BELTRAMI, P., *Una pronuncia dell'*Oberlandsgericht *di Stoccarda in materia di* squeeze-out, in *Riv. soc.*, 2004, 628;

BELVISO, U., *Le modificazioni dell'atto costitutivo nelle società per azioni*, in *Trattato di diritto privato* diretto da P. Rescigno, Torino, vol. 17, 1985, 126;

BERRUTI, G.M., *Clausole di riscatto e divieto di patti successori*, nota ad App. Roma, 28 aprile 1992, in *Corr. giur.*, 1992, 1233;

BIANCHI, L.A., *La congruità del rapporto cambio nella fusione*, Milano, 2002;

BIANCHI, L.A., La congruità del rapporto di cambio nella fusione, Milano, Il sole 24 Ore, 2002;

BIONE, M., *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, vol. 2*, 1991, 17;

BOIZARD, M., nota a *Cass. Com.*, 17 *juillet* 2001, in *Recueil Dalloz*, *Cahier droit des affaires*, *2e Cahier*, 2001, 2749;

BRUDNEY, V. – BRATTON, W.W., *Brudney and Chirelstein's Cases and Materials on Corporate Finance*, Westbury, New York, 1993, 733;

BRUDNEY, V. – CHIRELSTEIN, M.A., *A Restatement of Corporate Freezeouts*, in «The Yale Law Journal» 87 (1978), 1354;

BUCHER, F., *Le retrait obligatoire définitivement validé par la Cour de cassation*, nota a *Cass. Com.*, 29 *avril* 1997, in *Rev. soc.*, 1998, 337;

BURKART, M. – GROMB, D. – PANUNZI, F., *Why Higher Takeover Premia Protect Minority Shareholders*, in «Journal of Political Economy», 106 (1998), 173 (anche I.G.I.E.R. Working Paper n. 85, settembre 1995, titolato in modo identico);

BURKART, M. – PANUNZI, F., *Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of the Tender Offer Process*, in G. Ferrarini - K.J. Hopt - J. Winter - E. Wymeersch (a cura di), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford University Press, 2004, 737;

BURKART, M., *Economics of Takeover Regulation*, «Stockholm School of Economics» - C.E.P.R., December 1999, (disponibile in http: // www. hhs. se / SITE / Publications / Staff Papers. htm);

BUTTARO, L., *Considerazioni sulla riforma della disciplina delle fusioni*, in *Riv. soc.*, 1993, 572;

CABRAS, G., *Le trasformazioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 7, tomo 3, Torino, 1997, 21;

CACCHI PESSANI, S., *Le azioni proprie nei presupposti delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, in *Riv. soc*., 2004, 327;

CALAMANDREI, P., *La sentenza come atto di esecuzione forzata*, in *Studi sul processo civile*, vol. III, Padova, 1934;

CALLEGARI, M., *Commento all'art. 2437-quinquies*, in *Il nuovo diritto societario*, *Commentario* diretto da G. Cottino e G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2004, vol. II, 1441;

CALVO, R., *La vendita di partecipazioni sociali*, Padova, 1994, in *I grandi orientamenti della giurisprudenza civile e commerciale*, collana diretta da F. Galgano, vol. 24;

CALVOSA, L., *Sulle c.d. clausole di riscatto*, nota a Trib. Milano, 14 luglio 1988 e *Bayerisches Oberlandesgericht*, 24 novembre 1988, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1991, II, 123;

CAMPOBASSO, G.F., *Diritto delle società*, in *Diritto Commerciale*, vol. 2, Torino, 1999;

CANNELLA, F., *Art. 103*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza, D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, Commentario* a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Milano, 1999, 243;

CAPRIO, L., *Valore dell'impresa, modalità di trasferimento del controllo e offerte pubbliche d'acquisto: un'analisi economica*, in *Finanza Imprese e Mercati*, 1992 (n. 1), 41;

CARATOZZOLO, M., *I bilanci straordinari. Profili economici, civilistici, tributari*, Milano, 1996;

CARAVAGLIOS, R., nota ad App. Roma, 28 aprile 1992, in *Soc.* 1992, 1526;

CARBONETTI, F., *L'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1988;

CARCANO, G., *Riscatto di azioni e azioni riscattabili*, nota a Trib. Milano, 17 aprile 1982 e App. Milano, 14 luglio 1982 in *Banca, borsa e tit. cred*., 1983, II, 506;

CARNEY, W.J., *Mergers and Acquisitions*, New York, Foundation Press, 2000;

CARPINO, B., *L'acquisto coattivo dei diritti reali*, Napoli, 1977;

CERRAI, A. – MAZZONI, A., *La tutela del socio e delle minoranze*, in *Riv. soc*., 1993, 50;

CHOPER, J.H. – COFFEE *jr.*, J.C. – GILSON, R.J., *Cases and Materials on Corporations*, Little Brown and Co., 1995;

CIAN, M., *Dematerializzazione degli strumenti finanziari e «possesso» della registrazione in conto*, nota a Trib. Milano, 8 giugno 2001 (ord.), in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2002, II, 162;

CLARK, R., *Corporate Law*, Boston, 1986;

COATES IV, J.C. , *"Fair Value" as an Avoidable Rule of Corporate Law: Minority Discounts in Conflict Transactions*, in «University of Pennsylvania Law Review», 147 (1999), 1251;

COFFEE *jr.*, J.C., *Transfers of Control and the Quest for Efficiency: Can Delaware Law Encourage Efficient Transactions While Chilling Inefficient Ones ?*, in «Delaware Journal of Corporate Law», 21 (1996), 405;

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima del 20 novembre 2001 in tema di fusione*, in *Riv. not.*, 2002, 250;

CONSOB, *Comunicazione n. DIS/98015349 del 7 febbraio 1998*;

CORAPI, D., *Gli statuti delle società per azioni*, Milano, 1971;

COSTI, R. – ENRIQUES, L., *Il mercato mobiliare*, 2004, Padova;

COSTI, R., *Il governo delle società quotate: tra ordinamento dei mercati e diritto delle società*, in *Diritto del commercio internazionale*, 1998, 66;

COSTI, R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2010;

COTTINO, G. – DESANA, E., *Nota in tema di offerta pubblica d'acquisto obbligatoria*, in *Giur. it.,* VI, 2010;

COZIAN, M., A. VIANDIER, F: DENOISSY, Droit des sociétès, Paris 2004, 384;

CRISTARO, M., *Mercato del controllo societario e tutela della concorrenza*, in *Diritto industriale*, 2011, 368;

D'AMBROSIO, R., *Artt. 102-112*, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario* a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, 611;

DAIGRE, J.J., *Pot-pourri sur le retrait obligatoire (aff. Elyo)*, nota a *C.A. Paris*, 3 *juillet* 1998, in *La semaine juridique*, *JCP*, *éd*. "*G*", 1999, 91;

DALMARTELLO, A., *I rapporti giuridici interni nelle società commerciali*, Milano, 1937;

DAVIES, P.L., *The regulation of take-overs and mergers*, London, 1976;

DE ANGELIS, L., *La perdita della quotazione in borsa: tutela dei soci e diritto di recesso*, in *Soc.*, 1996, 756;

DE CAROLIS, *L'acquisto delle proprie azioni*, Tesi di laurea presentata alla Facoltà di Giurisprudenza dell'Università Cattolica di Milano nell'a.a. 1987-1988;

DE FERRA, G., *La circolazione delle partecipazioni azionarie*, Milano, 1964;

DE FOCAUD, A. – GOIX, A., *Le squeeze-out à la française*, in *Banque* & *Droit*, n. 40, *mars-avr.* 1995, 15;

DE GIOIA-CARABELLESE, P., *Responsabilità per violazione di opa obbligatoria: epistemologia e fenomenologia di un passaggio a nord ovest*; in *Società*, 2005, 1142;

DE VAUPLANE, H. – DAIGRE, J.J., nota a *C.A. Paris*, 19 *déc* 2000 (*affaire* Neptune) in *Banque* & *Droit*, *mars-avril* 2001, 35;

DENOZZA, F., *Rules vs Standards nella disciplina dei gruppi, l'inefficienza delle compensazioni virtuali,* in *Giur. comm*., 2000, I, 327;

DESANA, E., art. 111, in *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, diretto da Cottino, Torino, 1999, 72;

DESANA, E., *Tribunale versus Corte d'Appello nella vicenda Sai Fondiaria due pronunce ambrosiane sulle conseguenze della violazione dell'Opa obbligatoria*, *in Giur. it*, 2010, II, 349;

DESANA, E., *Art. 111*, in *La legge Draghi e le società quotate in borsa*. *Commentario* diretto da G. Cottino, Torino, 1999, 70;

DI MARCO, G., *La nuova disciplina tedesca sulle OPA. Introduzione dello "squeeze out"*, in *Soc*., 2002, 259;

DI SABATO, F., *Manuale delle società*, Torino, 1999;

DINE, J., *Using Companies to Oppress the Poor*, in A. VV. *Human Rights and Capitalism, a Multidisciplinary Perspective on Globalisation*, a cura di J. Dine, Cheltenham, Northapmton 2006, 60;

DRAGHI, M., *Audizione parlamentare del Direttore Generale del Ministero del Tesoro in data 21 gennaio 1998*, in *Riv. soc.*, 1998, 215;

EASTERBROOK, F.H. – FISCHEL, D.R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Cambridge-London, 1991 (*L'economia delle società per azioni*, trad. it. di M. Scalia, Milano, 1996) ;

EISENBERG, M.A., *Corporations and Other Business Organizations. Cases and materials*, New York, 2000;

ENRIQUES, L., *"L'economia delle società per azioni" di Frank Easterbrook e Daniel Fischel: diritto societario, efficienza dei mercati e analisi economica*, in *Riv. crit. dir. priv*., 1996, 563;

ENRIQUES, L., *Gruppi piramidali, operazioni infragruppo e tutela degli azionisti esterni: appunti per una analisi economica*, in *Giur. comm*, 1997, I, 698 ss.;

ENRIQUES, L., *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori,* Bologna, 2002;

ENRIQUES, L., *Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sulle opa nell'Unione Europea*, in *Riv. soc*. 2010, I, 657;

FALCONE, G. – ROTONDO, G. – SCIPIONE, L., *Le offerte pubbliche di acquisto*, Milano, 2001;

FARENGA, L., *I contratti parasociali*, Milano, 1987;

FARRAR, J.H., *Farrar's Company Law*, London, 1998;

FAUGEROLAS, L., *La première décision en matière de retrait obligatoire*, nota a *C.A. Paris*, 16 *mai* 1995, in *Rev. soc*., 1995, 549;

FENGHI, F., *La riduzione del capitale*. *Premesse per una ricerca sulla funzione del capitale sociale nelle società per azioni*, Milano, 1974;

FERRARA *jr.*, F. – CORSI, F., *Gli imprenditori e le società*, Milano, 1992;

FERRARINI, G., *Le difese contro le o.p.a. ostili: analisi economica e comparazione*, in *Riv. soc.*, 2000, 765;

FERRI *jr.*, G., *L'autonomia statutaria nel Testo Unico delle disposizioni in materia di mercati finanziari (d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58): prime considerazioni*, in *Riv. not.*, 1999, 1114;

FERRI, G., *Delle società*, *artt. 2247-2324*, in *Commentario del codice civile* a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna-Roma, 1963;

FERRO LUZZI, P., *I contratti associativi*, Milano, 1971;

FESTI, F., *Mancato lancio di opa obbligatoria e responsabilità*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, 4, 486;

FORSCHBACH, T., *La procédure de retrait obligatorie*, in *La semaine juridique*, *éd. "E"*, *JCP*, 1994, I, 483;

FRANZONI, M., *Degli effetti del contratto*, Vol. II-*Integrazione del contratto. Suoi effetti reali e obbligatori*, Milano, 1999, in *Commentario del Codice Civile* diretto da P. Schlesinger;

FRANZONI, M., *Il danno risarcibile* in *Trattato della responsabilità civile* a cura di M. Franzoni, Milano, 2010;

FRÈ, G. – SBISÀ, G., *Della società per azioni*, *Tomo I*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1997;

G.P. MUCCIARELLI., art. 105, in *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, a cura di Fauceglia, Torino, 2010.

GALGANO, F., *Il diritto privato fra codice e Costituzione*, Bologna, 1980;

GALLETTI, D., *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2002;

GALLI, R., *Corso di diritto amministrativo*, Milano, 1996;

GAMBINO, A., *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni*, Milano, 1987;

GASPERONI, N., *Natura giuridica dell'azione di società*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1941, I, 16;

GATTI, M., *Le azioni con voto subordinato all'effettuazione di un'opa e l'«autorizzazione di conferma»: un importante nuovo tassello nel diritto del mercato del controllo societario*, CE.DI.F Working Paper n. 3-2003 (disponibile in http://www.cedif.org) ;

GATTI, M., *Mancata promozione di opa obbligatoria e risarcimento del danno*, in Giur. it., 2005, 1645;

GATTI, M., *Opa e struttura del mercato del controllo societario*, Milano, 2004;

GATTI, S., *L'iscrizione nel libro dei soci*, Milano, 1969;

GEVURTZ, F.A., *Corporation Law*, St. Paul, Minnesota, 2000;

GIANNINI, M.S, *Basi costituzionali della proprietà privata*, in *Pol. dir.*, 1971, 477;

GILSON, R.J. – BLACK, B.S., *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, Foundation Press, 2nd *ed.*, 1995;

GILSON, R.J. – GORDON, J.N., *Controlling Controlling Shareholders* (June 2003), «Columbia Law School Center for Law and Economic Studies» Working Paper n. 228 (disponibile in http:// ssrn. com / abstract_id=417181) ;

GILSON, R.J., *Complicating the Controlling Shareholder Taxonomy*, Working Paper, March 2003 (disponibile in http: // www. uni-bocconi. it / dirittocommerciale, nella sez. "*law and economics*") ;

GINEVRA, E., *Sottoscrizione e aumento del capitale sociale nelle s.p.a.*, Milano, 2001;

GOMES, A., *Takeovers, Freezeouts, and Risk Arbitrage*, «University of Pennsylvania Law School Institute for Law and Economics» Research Paper n. 01-10, March 2001 (disponibile in http://papers.ssrn.com/abstract=277109);

GOSHEN, Z. – WIENER, Z., *The Value of the Freeze-Out Option*, «UC Berkeley Law and Economics» Working Paper 2000-2 (disponibile in http: // papers. ssrn. com / paper. taf ? abstract_id = 217511) ;

GRAZIANI, A., *Diritto delle società*, Napoli, 1963;

GRIPPO, G., nota a Trib. Milano, 13 aprile 1970, in *Giur. it.*, 1971, I, 2, 636;

GROSSMAN, S.J. – HART, O.D., *Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation*, in «The Bell Journal of Economics», 11 (Spring 1980), 42;

GUARRACINO, F., art. 111, in *Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Padova, 1998, 1034;

GUARRACINO, F., *Art. 111*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Padova, 1998, 1040;

GUATRI, L., *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, 1998;

GUIDOTTI, R., *L'opa obbligatoria e le conseguenze della sua mancata promozione*, in *Contratto e impresa*, 2010, 4, 869 ss.;

GUIZZI, G., *Noterelle in tema di opa obbligatoria, violazione dell'obbligo di offerta e interessi protetti*, in Riv. dir. comm., 2005, II, 227;

HAMILTON, R.W., *Cases and materials on Corporations (including partnerships and limited liability companies)*, St. Paul, Minnesota, 2001;

HELDT, C. – ROYE', C., in AG, 2012, 660 ss.;

HERZEL, L. – COLLING, D., *Squeeze-Out Mergers in Delaware – the Delaware Supreme Court Decision in Weinberger v. UOP*, in «Corp. L. Rev.», 7 (1984), 195;

HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report on Issues Related to Takeover Bids* Bruxelles, 10 gennaio 2002 (disponibile in http: // europa. eu. int. /comm. / internal_market);

HIRSHLEIFER, D. – TITMAN, S., *Share Tendering Strategies and the Success of Hostile Takeover Bids*, in «Journal of Political Economy», 98 (1990), 297;

HOLMSTRÖM, B. – NALEBUFF, B., *To the Raider Goes the Surplus ? A Reexamination of the Free Rider Problem*, in «Journal of Economics & Management Strategy», 1 (1992), 37;

IACOBELLIS, V. M., art. 111, in *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, a cura di Fauceglia, Torino, 2010, 218;

IACOBELLIS, V. M., *Commento all'art. 108*, in *Il Testo Unico della Finanza* a cura di M.Fratini e G.Gasparri, Torino, 2012, pp. 1428 ss.;

IOVENITTI, P. M., *Il prezzo di acquisto* ex *art. 111/58: aspetti quantitativi*, in *Riv. soc.*, 1999, 1345;

JAEGER, P.G. – DENOZZA, F., *Appunti di diritto commerciale, I-Impresa e società*, Milano, 3° ed., 1994;

JAEGER, P.G., *Cassazione e contrattualismo societario: un incontro ?*, *Intervento* nel dibattito su Cass., 26 ottobre 1995, n. 11151, in *Giur. comm.*, 1996, II, 334;

JEGADEESH, N. – CHOWDHRY, B., *Pre-Tender Offer Share Acquisition Strategy in Takeovers*, in «Journal of Financial and Quantitative Analysis», 29 (March 1994), 117;

JENNINGS, R.W., *Trading in Corporate Law*, «California Law Review», 44 (1956), 1;

KAISER-STOCKMANN, T., *Squeeze-Out of Minority Shareholders. New German Rules and the Experience of the Nordic Countries*, in «International Business Lawyer», 2002, 485;

KARADJOVA, M., *La protection du droit de propriété au niveau européenne et son importance pour l'harmonisation des pratiques des Cours Constitutionnelles*, ricerca finanziata dal *NATO Research Fellowship Programme*, 1996-1998 (disponibile in http://www. nato. int / acad / fellow);

KENYON-SLADE, S., *Mergers and Takeovers in the US and UK. Law and practice*, Oxford University Press, 2004;

KLOHN, L., in NZG, 2012, 1041 ss.;

KROHN, M., *Minority Squeeze-Outs and the European Convention on Human Rights*, in «European Business Law Review», 2004, 170;

LA PORTA, U., *Dal "tipo contrattuale" al "modello di società": autonomia contrattuale e norme inderogabili del nuovo diritto societario*, in *Soc*., 2002, 15;

LAMANDINI, M., *Art. 103*, in *Testo Unico della Finanza*. *Commentario* diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002, 880;

LENER, R. – TUCCI, A., *La nuova disciplina delle OPA e i poteri della Consob*, in *Soc.*, 2004, 551;

LIBONATI, B., *Riflessioni critiche sui sindacati di voto*, in *Riv. dir. comm.*, 1989, I, 519;

LISANTI, M., *Se l'opa obbligatoria sia veramente tale*, in *Foro it*., 1999, I, 2712;

LISANTI, M., *L'abrogazione della l. n. 149/1992 fra il testo unico della finanza e la prossima direttiva Ue sulle Opa*, in *Corr. giur.*, 1998, 477;

MACCABRUNI, F., *Clausole statutarie di prelazione*, nota a Trib. Milano, 25 febbraio 1988, in *Giur. comm*, 1989, II, 100;

MACCHIAVELLO, E. e PERUZZO, G., *Mancato lancio di OPA obbligatoria, il puzzle SAI–Fondiaria alla luce delle esperienze europee*, in *Giur. comm*. 2008, I, 908 ss.;

MACEY, J.R., *The Legality And Utility Of The Shareholder Rights Bylaw*, in «Hofstra Law Review», 26 (1998), 835;

MANNE, H.G., *Mergers and the Market for Corporate Control*, in «Journal of Political Economy», 73 (1965), 110;

MARASÀ, G., *Le "società" senza scopo di lucro*, Milano, 1984;

MARASA', G., in *Comm. Romano al nuovo dir. Delle società*, vol II, t. 2, Padova 2011, p. 780;

MARCHEGIANI, L., *L'obbligo e il diritto di acquisto*, in *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di M. Stella Richter jr, Torino 2011, 247;

MARCHESINI, E., *Canestro difficile su Beni Stabili*, in *Il Sole 24 Ore*, 8 settembre 2004, n. 248, Sez. Finanza & Mercati, 32;

MARCHETTI, P., *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, 34;

MATTEI, U., *La proprietà*, in *Trattato di diritto civile. I diritti reali – I*, diretto da Rodolfo Sacco, Torino, 2001, 451;

MAUGERI, M., *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Giuffré Editore, Milano, 2010;

MAVIGLIA, R., *Art. 133*, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario* a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, 731;

MCCAHERY, J.A. – RENNEBOOG, L. – RITTER, P. – HALLER, S., *The Economics of the Proposed European Takeover Directive*, in G. Ferrarini - K.J. Hopt - J. Winter - E.;

MELI, V., *La clausola di prelazione negli statuti di società per azioni*, Napoli, 1991;

MERUZZI, G., *Responsabilità da contatto, culpa in contraendo e dintorni: il caso Sai-Fondiaria-Mediobanca tra vecchi pregiudizi e nuove prospettive*, in *Giur. merito*, 2007, 2597;

MINCATO, N., *Finalità e caratteristiche dell'opa obbligatoria*, in Aa.Vv., *Le offerte pubbliche di acquisto*, Milano, 2000, 1;

MISEROCCHI, L.A.., *La fusione* (Relazione tenuta nel corso delle riunioni di studio sulla riforma del diritto societario a cura del Consiglio Notarile di Milano), novembre 2002 - marzo 2003 (disponibile in http://www.federnotizie.org/riforma);

MONDINI, P.F., *Legittimità costituzionale della disciplina tedesca dello squeeze-out: una interessante pronuncia del Bundesverfassungsgericht*, in *Riv. società*, 2007, 1193;

MONTAGNANI, C., *Profili attuali della riduzione del capitale sociale*, in *Riv. dir. civ.*, 1993, II, 61;

MONTALENTI, P., *Corporate governance: la tutela delle minoranze nella riforma delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 347;

MONTANARI, M., *Il principio di parità di trattamento fra disciplina del mercato mobiliare e diritto delle società*, in *Giur. comm.*, 1996, I, 903

MONTEDORO, G., *Art. 92*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Padova, 1998, 852;

MORANO, A. – MUSUMECI, T., *Brevi note in tema di patti parasociali*, in *Riv. not.*, 1989, I, 539

MORELLO, U., *Mancata promozione di opa obbligatoria e risarcimento del danno*, in *Soc.* 2006, 410;

MORELLO, U., *Scalate ostili e misure difensive: dalla direttiva opa al decreto 146 del 2009*, in *Soc.*, II, 2010, 168;

MORIN, A., *Intuitus personae et sociétés cotées*, in *Revue trimestrielle de droit commercial et de droit économique*, *avril - juin* 2000, 299;

MUCCIARELLI, F.M., *La nuova legge tedesca sulle offerte pubbliche di acquisto*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 414;

NATOLI, U., *La proprietà*, Milano, 1976;

NENOVA, T., *The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-country Analysis*, in «Journal of Financial Economics», 68 (2003), 325;

NOBILI, R. – SPOLIDORO, M.S., *La riduzione di capitale*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, Vol. 6*, 1993, 237;

NOTARI, M., *Art. 119*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, *D. Lgs. 24 febbraio 1998*, *n. 58*, *Commentario* a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Milano 1999, 754;

OPPO, G., *Contratti parasociali*, Milano, 1942;

PAGANO, M. – PANUNZI, F. – ZINGALES, L., *Osservazioni sulla riforma della disciplina dell'opa, degli obblighi di comunicazione del possesso azionario e dei limiti agli incroci azionari*, in *Riv. soc.*, 1998, 154;

PALADIN, L., *Diritto costituzionale*, Padova, 1991;

PALMA, G., *I procedimenti ablatori*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, Vol. 7 - Proprietà, Tomo I, Torino, 1982, 260;

PALMA, M. – ZUDDAS, G., *Rassegna* di giurisprudenza, in *Prelazione e gradimento nella circolazione di partecipazioni sociali*. *Antologia* a cura di C. Granelli e G. Vettori, Padova, 1997, 175;

PEDERZINI, E., *Profili contrattuali delle offerte pubbliche d'acquisto*, Milano, 2004;

PELTIER, F., *Retrait obligatoire*, in *Banque* & *Droit*, n. 36, *juillet - aout* 1994, 26;

PERLINGIERI, P. – MARINARO, M., *Art. 41*, in P. Perlingieri, *Commento alla costituzione italiana*, Napoli, 1997, 284;

PERLINGIERI, P., *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, Napoli, 1991;

PERRINO, M., *Le tecniche di esclusione del socio nella società per azioni*, Milano, 1997;

PESSANI, S., *Violazione dell'obbligo di opa e risarcimento del danno*, in *Giur. comm.*, 2008, II, 464;

PETTITI, D., *In tema di raggruppamento incidentale di azioni*, nota a Trib. Milano, 13 aprile 1970, in *Giur. mer.*, 1971, I, 42;

PICONE, L., *Le offerte pubbliche di acquisto*, Milano, 1999;

PIRAS, A., *Gruppi e società unipersonali*, in *Riv. soc.*, 1993, 588;

POLIANI, F., *Risarcimento del danno da mancata opa obbligatoria*, in *Giur. comm*, 2009, 1097 ss;

PORTALE, G.B., *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, in *Riv. soc*., 1982, 769;

PREITE, D., *Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1993, 476;

PRESTI, G., *Le clausole di "riscatto" nelle società per azioni*, nota a Trib. Milano, 17 aprile 1982 e App. Milano, 14 luglio 1982, in *Giur. comm.*, 1983, II, 401;

PRITCHARD, A.C., *Tender Offers by Controlling Shareholders: the Specter of Coercion and Fair Price*, «University of Michigan, John M. Olin Center for Law & Economics», Paper n. #03 - 018 (disponibile in http: // www. law. umich. edu / centersandprograms / olin / papers. htm) ;

PROVIDENTI, S., *Art. 108*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Padova, 1998, 1003;

PUGLIATTI, S., *L'atto di disposizione e il trasferimento dei diritti*, in *Annali dell'Istituto di scienze giuridiche, economiche, politiche e sociali della Reale Università di Messina*, 1927, 165;

QUATRARO, B. – D'AMORA, S. – ISRAEL, R. – QUATRARO, G., *Trattato teorico-pratico delle operazioni sul capitale*, Tomo II, Milano, 2001;

RABINOWITZ, L. *et al.*, *WEINBERG and BLANK on Takeovers and Mergers*, London, 1998;

RANELLETTI, O., *Facoltà create dalle autorizzazioni e concessioni amministrative*, in *Riv. ital. per le sc. giur.*, 1895-6, III, 35;

RAVID, S.A. – SPIEGEL, M., *Toehold strategies, takeover laws and rival bidders,* in «Journal of Banking and Finance», 23 (1999), 1219;

RAYMOND, J., *L'article 1 du Protocole additionnel et les rapports entre particuliers, in Protection des droits de l'homme: la dimension européenne. Mélanges en l'honneur de Gérard Wiarda*, a cura di F. Matscher e H. Petzold, Carl Heymanns Verlag KG, Koln, Berlin, Bonn, Munchen, 1988, 534;

RESCIO, G.A., *La distinzione del sociale dal parasociale (sulle c.d. clausole statutarie parasociali)*, in *Riv. soc.*, 1991, 639;

REVIGLIONO, P., *Limitazioni convenzionali alla circolazione delle azioni e trasferimenti "mortis causa"*, nota ad App. Roma, 28 aprile 1992, in *Giur. it*., 1993, I, 2, 488;

RIVOLTA, G. C. M., *La partecipazione sociale*, Milano, 1965;

ROBIGLIO, N., *Sul raggruppamento delle azioni*, in *Riv. soc.*, 1987, 808;

ROBINEAU, S., nota a *C.A. Paris*, 30 *mai* 2000 (*affaire* CDR Créances), in *Rev. Soc.*, 2000, 547;

RODOTÀ, S., *Art. 42*, in *Commentario alla costituzione*, a cura di G. Branca, Bologna, 1982, 175;

ROLFI, R., *Quando l'opa diventa veramente obbligatoria*, in Corr. Giur.,2006, 983;

ROMAGNOLI, G., *Diritto dell'investitore e diritti dell'azionista nell'opa obbligatoria,* Padova, 2005*;*

ROMAGNOLI, G., *Le offerte pubbliche d'acquisto,* nel trattato delle S.p.a. dir. da Colombo e Portale, Torino 1993, 315 ss.;

ROSSI, G., in *La riforma delle società quotate. Atti del convegno di studio di Santa Margherita Ligure, 13-14 giugno 1998*, Milano, 1998, 357;

RUBINO DE RITIS, M., *Art. 62*, in *Testo Unico della Finanza*, *Commentario* diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002, 532;

SACCO, R. – DE NOVA, G., *Il contratto*, tomo II, in *Trattato di diritto civile* diretto da R. Sacco, Torino, 1993;

SACCO, R., *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile italiano* diretto da F. Vassalli, VI, 2, Torino, 1975;

SALANDRA, V., *Corso di diritto commerciale*, Roma, 1939;

SALANITRO, N., *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, 2000;

SALVI, C., *Modelli di proprietà e principi costituzionali*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1986, 319;

SANDULLI, A.M., *Manuale di diritto amministrativo*, vol. 2, Napoli, 1984;

SANTAGATA, C., *Le fusioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, vol. 7**, tomo 1, 2004;

SANTINI, G., *Della società a responsabilità limitata*, in *Commentario del Codice Civile*, a cura di A. Scialoja e G. Branca, (artt. 2472 - 2497-*bis*), Bologna-Roma, 1971;

SANTONI, G., *Patti parasociali*, Napoli, 1985;

SANTORO, M., *Commento* a Trib. Milano, 26 marzo 2001 (ord.), in *Soc.*, 2001, 1240;

SANTORO, V., *Profili della disciplina della tutela delle minoranze*, in A. Patroni Griffi, M. Sandulli, V. Santoro (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino, 1999, 873;

SANTOSUOSSO, D., *Il principio di libera trasferibilità delle azioni. Eccesso di potere nelle modifiche della circolazione*, Milano, 1993;

SARCONE, S., *La determinazione del rapporto di cambio di azioni o quote nelle fusioni tra società. Orientamenti della dottrina e comportamenti della pratica professionale*, in *Riv. dott. comm.*, 1987, 274;

SCHARFSTEIN, D., *The Disciplinary Role of Takeovers*, in «The Review of Economic Studies», 55 (April 1988), 185;

SCHATZ, M., in EwiR, 2012, 483ss.;

SCIMEMI, E., *Soppressione delle clausole statutarie di prelazione*, nota a Cass., 19 agosto 1996, n. 7614, in *Giur. comm*., 1997, II, 520;

SCOGNAMIGLIO, G., *Sulla inesistenza giuridica del negozio di fusione*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I, 1050;

SCOTTI CAMUZZI, S., *L'unico azionista*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. e G. B Portale, vol. II, tomo II, Torino, 1991, 780;

SFAMENI, P., *Trasferimento coattivo delle azioni (retrait obligatoire) in seguito a offerta pubblica residuale*, in *Riv. soc*., 1999, 598-9;

SHLEIFER, A. – VISHNY, R.W., *Large Shareholders and Corporate Control*, in «Journal of Political Economy», 94 (1986), 461;

SICILIANO, G., *La regolamentazione dei trasferimenti del controllo e delle acquisizioni di società quotate. Efficienza economica e protezione degli azionisti di minoranza*, in *Banca Impresa Società*, 1997, 351;

SILVESTRI, E., *Riscatto (diritto amministrativo)*, in *Enciclopedia del diritto*, Vol. XL, Giuffrè, Milano, 1989, 1124;

SJAFJELL, B., *Towards a Substainable European Company Law, A normative Analysis of the Objectives of EU law, with the takeover Directive as a test case, Alphen aan de Rijn*, 2009, 166;

SKOG, R., *Se l'opa obbligatoria sia davvero necessaria. Riflessioni critiche alla luce del sistema svedese*, in *Riv. soc*., 1995, II, 967;

SKOG, R., *Se l'opa obbligatoria sia davvero necessaria. Riflessioni critiche alla luce del sistema svedese* (traduzione di Filippo Annunziata), in *Riv. soc.*, 1995, 1006;

SOLOMON, L.D. – SCHWARTZ, D.E. – BAUMAN, J.D. – WEISS, E.J., *Corporations. Law and Policy. Materials and Problems*, St. Paul, Minnesota, 1998;

SORACE, D., *Espropriazione per pubblica utilità*, in *Digesto. Discipline pubblicistiche*, vol. VI, 4° ed., Torino, 1991, 203;

SPADA, P., *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, I, 129;

SPITALERI, P.A., *La disciplina delle offerte pubbliche*, in A. Patroni Griffi, M. Sandulli, V. Santoro (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino, 1999, 669;

SPOLIDORO, M.S., *La legge sulla s.r.l. unipersonale*, in *Riv. soc.*, 1993, 117;

STANGHELLINI, L., *I limiti statutari alla circolazione delle azioni*, Milano, 1997, p. 83

STELLA RICHTER JR., M., *«Collegamento» e «raggruppamento» delle azioni di società*, in *Riv. dir. comm.*, 1991, I, 438;

STELLA RICHTER JR., M., *A proposito della direttiva comunitaria sulle offerte pubbliche di acquisto e dei suoi interpreti,* in G. Ferri e M. Stella Richter Jr., *Profili attuali di diritto societario europeo,* Milano, 2010, 203 ss.;

STELLA RICHTER JR., M., *Trasferimento del controllo e rapporti tra soci,* Milano, 1996;

STERN, B., *Le droit de propriété, l'expropriation et la nationalitation dans la convention européenne des droits de l'homme*, in *Droit et pratique du commerce international*, 1991, 394;

SUBRAMANIAN, G., *Post-Siliconix Freeze-Outs: Theory, Evidence and Policy* (April 2004), «Harvard Law School, John M. Olin Center for Law, Economics, and Business» Discussion Paper n. 472 (disponibile in http://ssrn.com/abstract=530284) ;

SURDE, F., *La protection du droit de propriété par la Cour Europèenne des Droit de l'Homme*, in *Recueil Dalloz de doctrine, de jurisprudence et de législation*, Parigi, 1988, 71;

TANTINI, G., *La società quotata in borsa e in particolare sull'ammissione d'ufficio alla quotazione*, in *Riv. dir. civ*., 1978, II, 162;

TATOZZI, C., *Il diritto di acquisto*, in Aa.Vv., *Le offerte pubbliche di acquisto*, Milano, 2000, 207;

TEDESCHI, F., *Raggruppamento delle azioni e conservazione della qualità di socio*, in *Giur. comm.*, 1979, I, 692;

TIZZANO, R., *La determinazione del prezzo di squeeze-out. Esperienza italiana e prospettive europee*, in *Riv. dott. comm.*, 2004, 280;

TOLA, M., *Opa e tutela delle minoranze*, Napoli, 2008;

TONELLO, M., *Offerte pubbliche di acquisto e substantial share acquisitions: breve rassegna aggiornata delle norme di diritto americano*, in *Contr. e impr.*, 2002, 210;

TOPHAM, A.F. – TAYLOUR, A.R., *Palmer's Company Law. A practical book for lawyers and business men*, London, *Stevens and Sons*, 13th *ed.*, 1929;

U.HUFFER, AktG7, Munchen, 2006, §327, Rn. 4, 1677;

VENTORUZZO, M., *Art. 111*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza, D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, Commentario* a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Milano, 2005, p. 459;

VENTORUZZO, M., *Art. 92*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza, D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, Commentario* a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Milano, 1999, 20;

VENTORUZZO, M., *Freeze-outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals*, in *Virginia Journal of International Law*, Volume 50, Issue 4, 2010, 872;

VETTORI, G., *La natura della prelazione societaria*, in *Prelazione e gradimento nella circolazione di partecipazioni sociali*. *Antologia* a cura di C. Granelli e G. Vettori, Padova, 1997, 28;

VIANDIER, A., *Le retrait obligatoire*, in *Revue de jurisprudence de droit des affaires* (*RJDA*), 1994, 783;

VICARI, A., *Effetti dell'iscrizione dell'atto di fusione nel registro delle imprese ai sensi dell'art. 2504*-quater *c.c.*, in *Giur. comm.*, 1995, II, 579;

VISENTINI, B., *Sul frazionamento e sul raggruppamento delle azioni*, in *Banca*, *borsa e tit. cred.*, 1960, I, 39;

WEIGMANN, R., art. 111, in *Testo Unico della finanza*, a cura di Campobasso, Torino, 2002, 938;

WEIGMANN, R., *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 10**, Torino, 1993, 442;

WEIGMANN, R., voce *Offerte pubbliche d'acquisto* dell'Enciclopedia giuridica Treccani, volume XXI, Roma, 1990;

WEISS, E.J., *The Law of Take Out Mergers: A Historical Perspective*, in «New York University Law Review», 56 (1981), 624;

WYMEERSCH, E. (a cura di), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford University Press, 2004, 575;

WYMEERSCH, E., *Problems of Regulation of Takeover Bids in Western Europe: A Comparative Survey*, in K. Hopt - E. Wymeersch, *European Takeovers*, London, 1992, 358;

YARROW, G.K., *Shareholder Protection, Compulsory Acquisition and the Efficiency of the Takeover Process*, in «The Journal of Industrial Economics», 34 (1985), 3;

ZANELLI, P., *Stipulazione e vicende del contratto di società*, Torino, 2002, in *Le società*. *Trattato* diretto da F. Galgano.