

MARCO SPERANZIN (*)
Prof. ord. dell'Università di Padova

CRITERI DI LIQUIDAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE NEL CASO DI RECESSO DA S.R.L. E AUTONOMIA STATUTARIA

SOMMARIO: 1. Introduzione: il problema. – 2. Il diritto alla liquidazione del valore della partecipazione e le limitazioni statutarie: il quadro comparatistico. – 3. La tesi che ritiene in assoluto illegittimi criteri convenzionali di liquidazione della partecipazione del socio nella S.r.l.: critica. – 4. (Segue) La tesi, prevalente, che ritiene legittimi criteri convenzionali di liquidazione della partecipazione solo a favore del socio recedente: critica. – 5. Proposta interpretativa. – 6. Ulteriori questioni collegate: liquidazione della quota a valori superiori al reale e recesso in caso di intrasferibilità delle partecipazioni.

1. – Il dibattito circa la funzione, nel diritto societario, dello strumento del recesso continua ad essere molto attuale, anche in considerazione di recenti, rilevanti, interventi legislativi⁽¹⁾. Con specifico riferimento *alla S.r.l.* il diritto di recesso rappresenta, secondo l'interpretazione consolidata, uno dei fondamentali mezzi di protezione previsti a favore del socio di minoranza per bilanciare il potere attribuito alla maggioranza, nonché di negoziazione tra soci⁽²⁾; spesso esso viene considerato altresì un impor-

(*) Scritto destinato a *Le metamorfosi della s.r.l.*, a cura di L. Pisani, in corso di pubblicazione nei *Quaderni di Banca, borsa e titoli di credito*, Milano 2016.

(1) V., con riferimento alle società con azioni quotate, la recente modifica all'art. 2437-ter c.c. in tema di criteri di liquidazione (su cui v. M. MAUGERI, *Contratto, mercato e determinazione del valore delle azioni nel recesso da società quotata*, in *Studi in onore di Giorgio De Nova*, Milano 2015, pp. 2009 ss.); con riferimento alle banche popolari l'art. 28, comma 2-ter, del d.l. n. 3 del 24 gennaio 2015, come convertito dalla l. n. 33 del 24 marzo 2015, in tema di limitazione del diritto al rimborso (su cui v., per un primo commento, R. COSTI, *Verso una evoluzione capitalistica delle banche popolari?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, I, pp. 583 ss.; F. DI CIOMMO, *Il diritto di recesso nella riforma delle banche popolari*, in *La riforma delle banche popolari*, a cura di F. Capriglione, Padova 2015, pp. 95 ss.; M. SAGLIOCCA, *Il "nuovo" diritto di recesso nella trasformazione di banche popolari in società azionarie*, in *R. not.*, 2015, pp. 939 ss.; M. CARLIZZI, *Osservazioni intorno alla riforma delle banche popolari*, in *R. d. comm.*, 2016, II, pp. 65 ss.). E si v. anche l'art. 48, comma 2, del d.lgl. n. 180 del 2015 in materia di procedura di risoluzione delle banche.

(2) C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, 2^a ed., Padova 2006, pp. 87 ss.; ID., *Fra "mercato" e "società": a proposito di venture capital e drag along*, in *D. banca e mer. fin.*, 2011, pp. 35 ss.; M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività d'impresa*, Milano, 2010, pp. 98 ss., secondo cui il recesso è uno strumento di tutela a fronte di vicende implicanti

tante strumento di disinvestimento individuale del socio, in un tipo in cui (salvo quanto disposto di recente dalla l. n. 221/2012 e successive modificazioni in materia di *start-up* e PMI innovative⁽³⁾) manca per definizione un mercato delle partecipazioni, anche in considerazione della quasi immancabile presenza di clausole che escludono o limitano la circolazione delle quote ai sensi dell'art. 2469 c.c.⁽⁴⁾.

Si è da più parti osservato che la disposizione dell'art. 2473 c.c., che contiene come noto la disciplina generale (ma non esclusiva) del recesso nella S.r.l., comporta notevoli difficoltà di interpretazione, che si sono manifestate con riferimento alle cause di recesso; alle modalità di esercizio del diritto e nella conseguente disciplina procedimentale; e, infine, ciò che sarà argomento esclusivo della presente analisi, con riferimento alla liquidazione della partecipazione, vista la sintetica previsione del comma 3⁽⁵⁾.

Il tema del rimborso del valore della quota pone, a sua volta, fondamentalmente due interrogativi: l'interpretazione della previsione legale e quindi del criterio di determinazione del rimborso in proporzione al patrimonio sociale, tenendo conto del valore di mercato⁽⁶⁾; e la derogabilità statutaria di tale previsione.

alterazioni sostanziali delle basi originarie e delle condizioni di rischio dell'investimento; V. DI CATALDO, *Il recesso del socio di società di capitali. È legittima una clausola statutaria di recesso per giusta causa?*, in *G. comm.*, 2015, I, pp. 606 ss., il quale sottolinea come il recesso sia divenuto anche, seppure in misura limitata, uno strumento di *voice* del socio. A livello comparatistico di recente cfr. M. GOETTE, *Der Exit der Minderheit aus der GmbH*, Köln 2014, pp. 9 ss. Il diritto di recesso era considerato quale strumento di protezione del socio di minoranza anche nella (poi decaduta) *Proposta di società privata europea* (SPE) da parte della Commissione Europea COM (2008) 396 del 25 giugno 2008.

⁽³⁾ V. M. CIAN, *Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*, in *Nuove l. civ. comm.*, 2014, pp. 1178 ss.; N. DE LUCA, *Crowdfunding e quote «dematerializzate» di s.r.l.? Prime considerazioni*, in *Nuove l. civ. comm.*, 2016, pp. 1 ss., secondo il quale per tali S.r.l. è derogato il divieto di sollecitazione al pubblico mediante offerta di prodotti finanziari, ma non il divieto di rappresentare le partecipazioni in azioni.

⁽⁴⁾ V. per la ricostruzione del recesso come strumento di disinvestimento in generale (anche con riferimento alla disciplina della S.p.a.) prima della riforma G. FERRI jr, *Investimento e conferimento*, Milano 2001, pp. 154 ss.; dopo la riforma C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, 2^a ed., Milano 2009, pp. 105 ss., ove anche esame delle diverse tesi relative alla funzione del recesso; M. ROSSI, *Sulla valutazione delle azioni in caso di recesso*, in *Corr. giur.*, 2013, pp. 1409 ss.; in giurisprudenza v. Trib. Milano, 31 luglio 2015, in *G. it.*, 2015, pp. 2398 ss.

⁽⁵⁾ Norma che non prevede la possibilità di una clausola statutaria in senso diverso rispetto al criterio legale e, d'altra parte, non stabilisce la nullità dei patti che escludono o rendono più gravoso l'esercizio del diritto di recesso (come l'art. 2437, ult. comma, c.c.): v. su questi problemi *ultra*, i §§ 3 e 4.

⁽⁶⁾ V. per la determinazione di tale valore, tema che, salvo qualche cenno, non è affrontato in questa sede, P. REVIGLIONE, *Il recesso nella società a responsabilità limitata*,

Una fondamentale opera di diritto societario ha qualificato questi aspetti come centrali nello studio dell'autonomia privata nell'ambito del diritto dell'organizzazione⁽⁷⁾. *Da un lato*, in sede di analisi generale dei problemi relativi alle società a base personalistica, e anche al fine di incentivarne il finanziamento, si è sottolineata l'esigenza di stabilire criteri legali di determinazione della partecipazione del socio recedente che si avvicinino agli esiti cui si perverrebbe in una libera contrattazione⁽⁸⁾; e quindi l'esigenza che al socio venga rimborsato un valore che, in relazione al tipo di valutazione in esame, possa ritenersi attuale, reale ed effettivo⁽⁹⁾ (o, come si esprimono i *Principi italiani di valutazione*, ad un valore intrinseco⁽¹⁰⁾). *D'altro lato*, si è spesso osservata l'opportunità di prevedere delle clausole statutarie in materia, data la mancanza di strumenti affidabili per la valutazione delle partecipazioni, con conseguente difficoltà per i soci (e per l'esperto che deve contribuire a decidere le controversie) di stimare con criteri del tutto prevedibili, e anche al fine di poter incidere virtuosamente sui tempi di liquidazione⁽¹¹⁾. *D'altro lato ancora*, risulta necessa-

Milano 2008, pp. 372 ss.; F. ANNUNZIATA, in *Comm. Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari*, sub art. 2473, Milano 2008, pp. 520 ss.; M. VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Milano 2012, pp. 229 ss.; A. DACCÒ, «Diritti particolari» e recesso dalla s.r.l., Milano 2013, pp. 110 ss., ove anche analisi dei criteri di valutazione della partecipazione in caso di attribuzione di diritti particolari (che tuttavia, secondo la tesi dell'Autrice, non sono determinanti per l'individuazione del valore della partecipazione). Dal punto di vista comparatistico v. H. FLEISCHER, *Rechtsfragen der Unternehmensbewertung bei geschlossenen Kapitalgesellschaften – Minderheitsabschlag, Fungibilitätsabschlag, Abschlag für Schlüsselpersonen*, in ZIP, 2012, pp. 1633 ss.; ID., *Unternehmensbewertung im Personengesellschafts- und GmbH-Recht*, in H. FLEISCHER-R. HÜTTEMANN (Hrsg.), *Rechtsbandbuch Unternehmensbewertung*, Köln 2015, pp. 707 ss.

(7) V. K. SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht*, 4. Auf., Köln 2002, p. 1484.

(8) Cfr. C. ANGELICI, *La società per azioni. I. Principi e problemi*, in *Tratt. Cicu Messineo*, Milano 2012, p. 74 e p. 476, nt. 72.

(9) Affermazione diffusa: v. anche per riferimenti M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività d'impresa*, cit., pp. 122 ss.; C. FRIGENI, *op. cit.*, p. 44 e p. 154; v. già G.B. PORTALE, *Parere pro veritate in tema di liquidazione della quota alla socia che recede da una società di capitali*, in *Processi civili*, 1972, marzo-aprile, pp. 1 ss.; nella dottrina tedesca H. FLEISCHER, *Unternehmensbewertung im Personengesellschafts- und GmbH-Recht*, cit., p. 717; parla di valore di disinvestimento P. PISCITELLO, «Valore di disinvestimento» e tutela del recedente nelle società per azioni, in *R. soc.*, 2015, 841. In giurisprudenza v. Trib. Roma 20 aprile 2015, in www.giurisprudenzadelleimprese.it.

(10) Ossia il valore che, in condizioni di trasparenza informativa, un soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli dovrebbe esprimere, alla data di riferimento della stima, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività e dei relativi rischi: v. *Principi Italiani di valutazione*, Milano 2015, 316 ss.

(11) V. S.J. LEACOCK, *The anatomy of valuing stock in closely held corporations: pursuing the phantom of objectivity into the new millennium*, in *Colum. Bus. L. Rev.*, 2001, pp. 161 ss.; H. FLEISCHER, *Rechtsfragen der Unternehmensbewertung bei geschlossenen Kapitalgesell-*

rio valutare quale sia la tutela minima da riservare al socio di minoranza, ma anche agli interessi della società e degli altri soci⁽¹²⁾; ed esaminare la legittimità della formulazione di pattuizioni dell'atto costitutivo in materia, tenendo conto che la posizione del socio nella S.r.l. può considerarsi di norma una *partecipazione all'attività di impresa*, e che quindi le considerazioni sviluppate con riferimento al diritto di recesso nella S.p.a., che riflettono il carattere altresì finanziario dell'azione, non possono essere automaticamente replicate⁽¹³⁾.

2. – Il diritto alla liquidazione del valore della partecipazione o al rimborso in caso di recesso appartiene, secondo la tesi prevalente, ai diritti fondamentali o indisponibili del socio⁽¹⁴⁾; si è richiamata altresì la tutela costituzionale della proprietà al fine di fornire adeguata protezione all'interesse del socio recedente⁽¹⁵⁾.

La previsione nell'atto costitutivo di clausole che incidono sul valore di liquidazione può costituire una lesione di tale diritto; nell'ordinamento italiano, per questa e le ulteriori ragioni che si vedranno⁽¹⁶⁾, le clausole (che possono riguardare sia le modalità di liquidazione che i criteri di

schaften – Minderheitsabschlag, Fungibilitätsabschlag, Abschlag für Schlüsselpersonen, cit., p. 1634, riporta la definizione secondo cui le società chiuse vengono considerate come le «figliastre» nella disciplina della valutazione aziendale, incentrata sulle società quotate o di grandi dimensioni.

⁽¹²⁾ V. G. BACHMANN-H. EIDENMÜLLER-A. ENGERT-H. FLEISCHER-W. SCHÖN, in AA.VV., *Rechtsregeln für die geschlossene Kapitalgesellschaft*, Berlin-Boston 2012, successivamente pubblicato in inglese (con aggiornamenti) con il titolo *Regulating the closed corporation*, 2014, (da cui si cita), p. 35; con riferimento al diritto italiano, sottolinea la pluralità di interessi in gioco nella determinazione della quota del socio recedente P. PISCITELLO, *op. cit.*, pp. 835 ss.

⁽¹³⁾ Sottolinea l'importanza della disciplina della liquidazione della quota per evidenziare il significato della quota di S.r.l. quale partecipazione all'attività di impresa M. MAUGERI, *Partecipazione sociale, quotazioni di borsa e valutazione delle azioni*, in *R. d. comm.*, 2014, I, p. 112. V., con riferimento ad una possibile diversità funzionale del recesso nella S.p.a. e nella S.r.l. *ultra*, il paragrafo 5.

⁽¹⁴⁾ V. nella giurisprudenza tedesca BGH, 27 settembre 2011, in *ZIP*, 2011, 2357 ss.; BGH, 29 aprile 2014, in *ZIP*, 2014, 1327 ss.

⁽¹⁵⁾ V. nella letteratura tedesca L. KLÖHN, *Das System der aktien- und umwandlung-srechtlichen Abfindungsansprüche*, Tübingen 2009, p. 77; C. HOFMANN, *Gesellschaftsrecht und Art. 14 GG*, in *Festschrift für K.J. Hopt*, Berlin-New York 2010, p. 834; B. SCHOPPE, *Aktieneigentum*, Köln, 2011, *passim*; M. GOETTE, *op. cit.*, pp. 171 ss. Nella dottrina italiana v. per tutti C. ANGELICI, *Fra "mercato" e "società": a proposito di venture capital e drag along*, cit., pp. 54 ss.; nonché già G.B. PORTALE, *op. cit.*, pp. 1 ss. Il tema risulta ora particolarmente dibattuto con riferimento alla disciplina bancaria: v. G. GUIZZI, *Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?*, in *Corr. giur.*, 2015, pp. 1485 ss.

⁽¹⁶⁾ V. *ultra*, i paragrafi 3 e 4.

determinazione del valore) sono oggetto di una valutazione per lo più negativa, ossia di invalidità, e ciò sia con riferimento ad entrambi i tipi capitalistici che con riferimento alla sola S.r.l.

Diversamente tali previsioni statutarie sono considerate, entro certi limiti, legittime dalla letteratura e dalla giurisprudenza straniera in particolare nelle società a base personalistica. Si ritiene, infatti, che la clausola che stabilisce criteri diversi da quelli legali possa dal punto di vista *giuridico* essere giustificata: con riferimento alla tutela costituzionale, dalla facoltà, spettante al singolo, di rinunciare alla protezione attribuita dal diritto di proprietà; con riferimento al diritto societario, dal riconoscimento dell'autonomia imprenditoriale o statutaria, che legittima, entro una certa misura, la rinuncia ai diritti del socio, almeno se disponibili o relativamente disponibili. Anche dal punto di vista *economico* si ritiene che la clausola in oggetto possa essere giustificata, in particolare dall'interesse a preservare il valore del patrimonio e la liquidità della società, ad incentivare i soci al mantenimento dell'investimento nell'impresa, nonché ad evitare in via preventiva le controversie in materia, predisponendo dei criteri condivisi⁽¹⁷⁾.

Nell'ordinamento tedesco la tesi attualmente prevalente, dopo un'evoluzione giurisprudenziale molto articolata, ritiene necessario effettuare un giudizio di validità della clausola *ex ante*, al momento della predisposizione della regola, che deve garantire una tutela individuale del socio a fronte di una disposizione anticipata del proprio patrimonio⁽¹⁸⁾; e un controllo *ex post*, al momento della liquidazione della partecipazione, che ha la funzione di tenere conto delle circostanze sopravvenute e di impedire gli abusi⁽¹⁹⁾.

Con riferimento al giudizio *ex ante*, la clausola che limita o esclude la liquidazione della partecipazione si ritiene *in primo luogo* nulla nei (limitati) casi in cui comporta la violazione del § 138 BGB, e quindi risulta

(17) In Germania v. H. HENZE, *Einschränkung und Ausschluss des Abfindungsanspruchs des Personengeschafters in der Rechtsprechung des BGH*, in *Festschrift für K. Schmidt*, Köln 2009, p. 622; K. SCHMIDT, in *Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch*, 3. Auf., sub § 131, München 2011, Rn. 150, p. 618; P. ULMER-M. HABERSACK, in *GmbHG Grosskommentar*, 2. Auf., sub § 34, Tübingen 2014, Rn. 83, p. 608; in giurisprudenza espressamente BGH, 9 maggio 2005, in ZIP, 2005, p. 1323. Nel senso che le clausole che predefiniscono la valutazione delle partecipazioni servono a tutelare l'interesse alla conservazione del patrimonio v. Trib. Roma 5 marzo 2013, in *Corr. giur.*, 2013, pp. 1396 ss.

(18) H. WIEDEMANN, *Gesellschaftsrecht. Band II. Recht der Personengesellschaften*, München 2004, p. 246.

(19) V. in sintesi L. STROHN, in *Münchener Kommentar zum GmbH-Gesetz*, 2. Auf., sub § 34, München 2015, Rn. 221, p. 2641.

contraria all'ordine pubblico. Tale prima ragione di nullità può manifestarsi, a sua volta, in due ipotesi: se, al momento dell'introduzione nell'atto costitutivo della previsione, e quindi tenendo conto della possibile inesperienza dei contraenti in sede di contrattazione, essa può considerarsi *giugulatoria*, ossia se la liquidazione comporta per il socio recedente un valore che si discosta da quello reale della società in modo rilevante e sproporzionato rispetto all'interesse dei restanti soci alla prosecuzione dell'impresa⁽²⁰⁾; oppure se la clausola viola i diritti dei creditori personali del socio, come nel caso in cui preveda una liquidazione inferiore al valore reale solo per il caso di pegno della partecipazione o di insolvenza del singolo⁽²¹⁾.

In secondo luogo la clausola – sempre valutata *ex ante*, al momento dell'introduzione nell'atto costitutivo della regola – viene ritenuta nulla quando viola il § 723, Abs. 3, BGB, che dispone (in materia di società di persone: ma la disciplina è applicata analogicamente alla S.r.l.⁽²²⁾), in parallelo con quanto prevede in Italia l'art. 2437, ult. comma, c.c., la nullità delle clausole che escludono o rendono più gravoso l'esercizio del diritto di recesso⁽²³⁾. In sostanza la clausola è considerata nulla se può ritenersi che, alla luce del suo contenuto limitativo, un socio possa sentirsi obbligato a non esercitare il diritto di recesso⁽²⁴⁾. Parte della dottrina, tuttavia, ritiene questo secondo criterio non corretto, in quanto il divieto si estende solo alle limitazioni legali del diritto di recesso, e non a quelle di fatto⁽²⁵⁾; e comunque esso non è ritenuto un criterio ulteriore, ma nella sostanza coincidente con il precedente, sicché viene ritenuto inutile⁽²⁶⁾.

⁽²⁰⁾ V. BGH, 16 dicembre 1991, in *GmbHR*, 1992, pp. 257 ss.; in dottrina per tutti K.U. SCHMOLKE, *Grenzen der Selbstbindung im Privatrecht*, Tübingen 2013, pp. 685 ss., secondo il quale nella valutazione occorre anche distinguere le ragioni dell'esercizio del diritto di recesso; P. ULMER-M. HABERSACK, *op. cit.*, Rn. 93, p. 616, che portano l'esempio del socio che conferisce l'azienda ad un valore contabile molto inferiore al valore reddituale o reale, mentre gli altri soci conferiscono esclusivamente danaro.

⁽²¹⁾ K. SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht*, 4. Auf., Köln, 2002, p. 1485; M. GEIßLER, *Angemessene Abfindung des ausscheidenden GmbH-Gesellschafters*, in *GmbHR*, 2006, pp. 1178 ss.; H. HENZE, *op. cit.*, p. 626.

⁽²²⁾ K.U. SCHMOLKE, *op. cit.*, p. 566 e nt. 296.

⁽²³⁾ V. BGH, 27 settembre 2011, in *ZIP*, 2011, pp. 2357 ss., in considerazione della natura del diritto di recesso quale diritto fondamentale del socio; v. anche L. STROHN, *op. cit.*, p. 2646.

⁽²⁴⁾ V. BGH, 13 marzo 2006, in *ZIP*, 2006, pp. 851 ss., con riferimento ad una clausola (di società di persone) che prevedeva un criterio reddituale, tale da determinare un valore tre volte inferiore a quello reale dato il rilevante patrimonio immobiliare.

⁽²⁵⁾ K. SCHMIDT, in *Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch*, 3. Auf., sub § 131, cit., Rn. 156, p. 621; conforme K.U. SCHMOLKE, *op. cit.*, p. 681.

⁽²⁶⁾ K.U. SCHMOLKE, *op. cit.*, p. 582 e p. 682, secondo il quale il controllo sulle clausole ai sensi del § 138 BGB risulta più flessibile ed adeguato agli interessi delle parti.

Sulla base dei criteri indicati viene, ad esempio, ritenuta nulla la clausola che esclude il diritto alla liquidazione⁽²⁷⁾; oppure che lo riduce al valore nominale della partecipazione, salvo casi eccezionali, ossia quando l'esclusione del diritto o la limitazione al valore nominale siano giustificate da interessi ritenuti più rilevanti, come nelle ipotesi in cui la società persegua uno scopo ideale o il socio non abbia effettuato alcun conferimento⁽²⁸⁾. Si ritiene altresì invalida, sempre salve tali eccezioni, la clausola che determina un valore della quota pari alla metà del suo valore contabile⁽²⁹⁾. La nullità della clausola alla luce del controllo *ex ante* sopra esposto determina la liquidazione della quota al valore reale o di mercato.

Viene, invece, considerata legittima la clausola di liquidazione al valore contabile risultante dal bilancio, che pare molto diffusa negli atti costitutivi di *GmbH* (tanto da essere definita la regola e non l'eccezione⁽³⁰⁾); e tale posizione rispecchia, oltre che la tesi dalla dottrina assolutamente prevalente⁽³¹⁾, anche quella della giurisprudenza del *BGH*⁽³²⁾.

⁽²⁷⁾ V. *BGH*, 29 aprile 2014, in *ZIP*, 2014, 1327 ss.: «Die Gesellschafterstellung darf dann nicht ohne Wertausgleich verloren gehen»; la sentenza ritiene nulla una clausola statutaria che collega l'esclusione della liquidazione al caso della violazione da parte del socio di obblighi legali; v. anche M. GEIßLER, *op. cit.*, pp. 1174 ss.; H. HENZE, *op. cit.*, p. 632 e p. 638.

⁽²⁸⁾ Cfr. K.U. SCHMOLKE, *op. cit.*, p. 566 e p. 684; l'esclusione del diritto alla liquidazione dei soci che sono divenuti tali senza effettuare alcun conferimento riguarda le ipotesi, esaminate dalla giurisprudenza tedesca, di c.d. *Manager- e Mitarbeitermodell* (rispettivamente casi in cui le vicende relative alla partecipazione sociale erano collegate ad altri rapporti tra le parti, e in particolare all'amministrazione della società; e in cui il socio aveva ricevuto la partecipazione a titolo gratuito quale lavoratore subordinato: v. *BGH*, 19 settembre 2005, commentata in M. SPERANZIN, *Clausole di esclusione e patti parasociali: giurisprudenza tedesca e art. 2473-bis c.c.*, in *R. d. soc.*, 2007, pp. 147 ss.; v. anche *BGH*, 15 marzo 2010, in *NJW*, 2010, pp. 3718 ss.).

⁽²⁹⁾ H. WIEDEMANN, *op. cit.*, p. 249; H. HENZE, *op. cit.*, p. 628; H. FLEISCHER, *Unternehmensbewertung im Personengesellschafts- und GmbH-Recht*, cit., p. 735, secondo cui il valore contabile non deve essere oltre il cinquanta per cento inferiore rispetto a quello reale. Dubitativi con riferimento a quest'ipotesi K. SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht*, 4. Auf., cit., p. 1487, che sembra ritenere sempre nulle le clausole che comportano una liquidazione inferiore al valore di libro; K.U. SCHMOLKE, *op. cit.*, p. 686, che sembrerebbe invece favorevole anche a criteri maggiormente limitativi.

⁽³⁰⁾ V. per una statistica e la menzione delle clausole più diffuse v. P. ULMER, M. HABERSACK, *op. cit.*, Rn. 81, p. 607.

⁽³¹⁾ V. K. SCHMIDT, *op. ult. cit.*, p. 1484; H. HENZE, *op. cit.*, pp. 621 ss., ove ulteriori riferimenti, il quale sottolinea, tuttavia, il rischio che tale clausola possa influenzare la redazione dei bilanci di esercizio per «preparare» l'eventuale esercizio del diritto di recesso.

⁽³²⁾ V. con ampia analisi K.U. SCHMOLKE, *op. cit.*, pp. 564 ss.; *BGH*, 16 dicembre 1991, in *GmbHR*, 1992, pp. 257 ss.: «Gesellschaftsvertragliche Beschränkungen des Abfindungsrechts eines GmbH-Gesellschafters sind aufgrund der Satzungsautonomie grundsätzlich zulässig».

Secondo la dottrina tedesca, come si diceva, risulta possibile svolgere, questa volta al momento della liquidazione e quindi *ex post*, un *ulteriore controllo* sul contenuto della clausola alla luce del principio di buona fede, e quindi per limitare possibili abusi a danno del socio: questo secondo controllo, da applicarsi sia nel caso di società di persone che di S.r.l., è strumentale a tenere conto di mutamenti successivi delle circostanze che comportano una *grossa sproporzione* tra il valore convenzionale e quello reale. A tal fine si deve tenere conto di tutte le peculiarità del caso concreto: le ragioni dell'esercizio del recesso; la durata della partecipazione sociale del recedente; il suo contributo allo sviluppo dell'impresa e il modo in cui ha esercitato i diritti sociali; la situazione finanziaria della società e l'interesse degli altri soci alla prosecuzione dell'impresa nonché il loro precedente comportamento⁽³³⁾. Se, tenendo conto di queste circostanze, la liquidazione appare contraria alla buona fede, si rende necessaria una determinazione più adeguata e conforme al principio di proporzionalità, e quindi ad un valore maggiormente corrispondente al valore reale e (di norma) più elevato rispetto a quello considerato il limite inferiore, ossia, come si accennava, quello contabile⁽³⁴⁾.

Secondo alcuni il fondamento di questo controllo risiede nell'interpretazione estensiva della clausola del contratto⁽³⁵⁾; secondo altri nel venir meno della presupposizione o della base negoziale comune⁽³⁶⁾; secondo altri ancora, e in prevalenza, nel principio che vieta l'abuso del diritto o consente un controllo dell'autonomia privata (c.d. efficiente paternalismo). Si osserva, infatti, da un lato che nel caso di specie non vi è in realtà una lacuna tale da giustificare un'interpretazione estensiva della clausola; d'altro lato, che il richiamo al venir meno della presupposizione è giustificato solo quando il rischio è a carico di una sola delle parti del contratto⁽³⁷⁾.

⁽³³⁾ V. per l'analisi dei vari criteri v. ancora K.U. SCHMOLKE, *op. cit.*, pp. 690 ss. In giurisprudenza di recente v. BGH, 27 settembre 2011, in ZIP, 2011, pp. 2357 ss.; BGH, 29 aprile 2014, in ZIP, 2014, p. 1329.

⁽³⁴⁾ H. WIEDEMANN, *op. cit.*, p. 247; H. HENZE, *op. cit.*, p. 629; K.U. SCHMOLKE, *op. cit.*, p. 579 e p. 692, il quale nota che il valore adeguato si deve situare di norma «nelle vicinanze dell'importo pattuito convenzionalmente». V. anche K. SCHMIDT, in *Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch*, 3. Auf., sub § 131, cit., Rn. 175, p. 629, che nota come il giudizio di adeguatezza possa anche comportare una riduzione del valore di liquidazione.

⁽³⁵⁾ V. BGH, 27 settembre 2011, in ZIP, 2011, 2357 ss.

⁽³⁶⁾ C. SCHÄFER, in *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*, 6. Auf., sub § 738, München, 2013, Rn. 55 ss., pp. 598 ss.; P. ULMER-M. HABERSACK, *op. cit.*, Rn. 98, p. 619.

⁽³⁷⁾ Cfr. soprattutto K.U. SCHMOLKE, *op. cit.*, p. 587 e pp. 683 ss.; già H. WIEDEMANN, *op. cit.*, p. 250.

Continuando nell'analisi del quadro comparatistico, anche in Spagna, come in Italia, il legislatore ha previsto un criterio legale di liquidazione della quota della S.r.l. ad un valore «ragionevole», inteso come valore reale della partecipazione con riferimento ad una valutazione di mercato del patrimonio⁽³⁸⁾. La tesi prevalente ritiene tale regola dispositiva, in ragione dell'esigenza di accordare tutela all'autonomia statutaria, e quindi ammissibile una clausola in senso diverso, anche penalizzante per il socio⁽³⁹⁾.

Con riferimento alla disciplina americana si è osservato che la legislazione relativa alle *limited liability companies* in molti degli Stati o non prevede in via dispositiva un diritto di recesso a favore del socio; oppure non prevede un diritto alla liquidazione⁽⁴⁰⁾. La scelta è collegata, ad esempio per la giurisprudenza del *Delaware*, al riconoscimento di un'ampia autonomia statutaria in materia, e alla possibilità che i contraenti hanno di prevedere adeguati mezzi di tutela individuale nell'atto costitutivo⁽⁴¹⁾. Le decisioni delle corti, in ogni caso, non offrono un quadro unitario; in particolare in relazione alle clausole di limitazione della liquidazione che già comportano, al momento della previsione della pattuizione, una differenza rilevante tra importo concordato e valore reale della partecipazione. Vengono, invece, ritenute valide ed efficaci le clausole in cui tale differenza emerge per circostanze successive⁽⁴²⁾.

⁽³⁸⁾ V. J. IBÁÑEZ ALONSO, *Algunas consideraciones sobre la liquidación de la cuota del socio excluido*, in *Rev. der. soc.*, 2010, pp. 335 ss.; S. GIL CONDE, *El derecho de reembolso del socio de una sociedad de capital por liquidación total o parcial de su parte social*, in *Liber amicorum Juan Luis Iglesias*, Cizur Menor 2014, p. 570.

⁽³⁹⁾ V. A. CAMPINS VARGAS, *Puerta abierta a la libre fijación del precio de las participaciones?*, in *Rev. der. soc.*, 2011, pp. 421 ss.; A.M. PÉREZ RODRÍGUEZ, *La exclusión de socios en sociedades de responsabilidad limitada*, Pamplona, 2013, *passim*, che ritengono ammissibile anche una clausola che preveda la liquidazione al valore nominale della quota; nel senso della legittimità di una clausola statutaria che prevede il rimborso del valore netto contabile, *SAP Madrid*, 24 luglio 2015, n. 216; *contra* la giurisprudenza del registro e del notariato (v. *RDGRN*, 30 marzo 1999, in *RJ*, 1999, p. 2189) nonché S. GIL CONDE, *op. cit.*, p. 576, che ritengono legittimo un accordo in senso pregiudizievole per il socio al momento dell'esercizio del diritto di recesso, ma non clausole statutarie preventive in materia, che vengono considerate contrarie a norma imperativa.

⁽⁴⁰⁾ V. L.E. RIBSTEIN, *The rise of the unincorporation*, Oxford 2010, p. 180.

⁽⁴¹⁾ V. in questo senso la nota decisione *Nixon v. Blackwell*, 626 A.2d 1366, 139-81 (*Del.* 1993): «The tools of good corporate governance are designed to give a purchasing minority stockholder the opportunity to bargain for protection before parting with consideration. It would do violence to normal corporate practice and our corporation law to fashion an ad-hoc ruling which would result in a court-imposed stockholder buy-out for which the parties had not contracted». Cfr. A.R. PINTO, *Protection of close corporation minority shareholders in the United States*, Brooklyn Law School Legal Studies, Research Paper n. 369, 2014, pp. 372 ss.

⁽⁴²⁾ V. F. WEDEMANN, *Gesellschafterkonflikte in geschlossenen Kapitalgesellschaften*, Tübingen 2013, p. 199.

L'ordinamento svizzero esclude la validità di qualunque pattuizione che alteri il criterio legale (v. l'art. 825, comma 1, *Obligationenrecht*); in Portogallo è sostenuta la possibilità di clausole statutarie che prevedono criteri diversi da quello reale⁽⁴³⁾, salvo il caso della liquidazione del socio escluso (v. art. 240, commi 5 e 8, *Código das Sociedades Comerciais*)⁽⁴⁴⁾, mentre in Brasile, sia nell'ambito della disciplina vigente che in quella in corso di modifica, è espressamente affermata la libertà statutaria⁽⁴⁵⁾.

Il sistema francese, per concludere l'esame comparatistico, presenta un'evoluzione singolare, che riflette la complessità del tema e le diverse posizioni. La norma di riferimento, ossia l'art. 1843-4 *Code civil*, che rimette la determinazione del valore della partecipazione sociale ad un esperto, era stata ritenuta dalla giurisprudenza di legittimità di ordine pubblico, e quindi non disponibile, con la conseguente invalidità delle clausole in materia⁽⁴⁶⁾. Questo orientamento era stato aspramente criticato in dottrina per i limiti posti alla libertà contrattuale⁽⁴⁷⁾, tanto che si era invocato un ricorso alla scelta di un diritto straniero a livello statutario; inoltre si riteneva tale giurisprudenza contrastante con la scelta che il legislatore francese aveva successivamente fatto nel disciplinare la *société par actions simplifiées* (Art. L. 227-18 C. com.), in cui le parti possono liberamente predeterminare i criteri di valutazione delle azioni. Si è reso quindi necessario un intervento legislativo, che, nel 2014, ha chiarito che l'esperto, nel determinare il valore della partecipazione, è tenuto ad ap-

Sottolineano, invece, la scarsa rilevanza del diritto di recesso nel sistema inglese, che ripone la tutela della minoranza in altri tipi di strumenti, P.L. DAVIES-S. WORTHINGTON, *Gower and Davies' principles of modern company law*, 9^a ed., London 2012, p. 690.

⁽⁴³⁾ E. MENDES, *Valor das participações sociais. Valor legal e valor estatutário. Discrepância de valores*, in *Dir. soc. riv.*, 2015, pp. 107 ss.

⁽⁴⁴⁾ Cfr. T. SOARES DA FONSECA, *O direito de Exoneração do Sócio no Código das Sociedades Comerciais*, Coimbra 2008, p. 351, secondo il quale, tuttavia, la scelta legislativa comprime inopportunamente l'autonomia statutaria, in particolare a fronte del consenso di tutti i soci alla clausola.

⁽⁴⁵⁾ V. F. DEL MASSO, *Critérios para Apuração de Haveres em Cláusula Contratual e no Projeto de Lei 1572/2011*, in *Sociedade Limitada Contemporânea*, a cura di L.A. de Moura Azevedo e R.R. Monteiro de Castro, São Paulo, 2013, pp. 262 ss., il quale, oltre a riportare l'orientamento prevalente, cita la disposizione dell'Art. 211 del Progetto di nuovo Codice commerciale del 2011 (che risulta allo stato ancora in discussione), disposizione che fa espressamente prevalere in materia il criterio della libertà contrattuale.

⁽⁴⁶⁾ V. *Cass. com.*, 4 dicembre 2007, n. 06-13.913, in *Rev. soc.*, 2008, pp. 341 ss.; *Cass. com.*, 5 maggio 2009, n. 08-17.465, in *Rev. soc.*, 2009, pp. 503 ss.

⁽⁴⁷⁾ V. R. MORTIER, *L'absolutisme jurisprudentiel de l'article 1843-4 du Code civil*, in *Dr. soc.*, 2008, n. 23; F.-X. LUCAS, *La place de la liberté contractuelle dans la détermination du prix de droits sociaux à dire d'expert*, in *Mélanges en l'honneur du Professeur Paul Le Cannu*, Paris, 2014, pp. 343 ss.

plicare le regole e le modalità di determinazione del valore *previste dallo statuto* ⁽⁴⁸⁾.

3. – Con riferimento al diritto italiano, e quindi all'interpretazione dell'art. 2473, comma 3, c.c., una prima tesi, che risulta abbia trovato seguito in un inedito provvedimento giudiziario ⁽⁴⁹⁾, ritiene illegittima l'introduzione, in sede di atto costitutivo o di successiva modifica dello stesso, di criteri di liquidazione della partecipazione diversi da quelli stabiliti dalla disposizione richiamata. Con la conseguenza che la relativa clausola dovrebbe ritenersi senz'altro nulla.

La tesi è supportata in primo luogo dall'argomento letterale: la norma non prevede, diversamente dall'art. 2437-ter c.c. in materia di S.p.a., la facoltà di deroga al criterio legale. In secondo luogo l'interpretazione è supportata da un argomento sistematico: l'art. 2473 c.c., anche in questo caso a differenza della disciplina della S.p.a. (v. art. 2437, comma 1, lett. f c.c.), non attribuisce il diritto di recesso nel caso di modifica dei criteri di valutazione della partecipazione. Da ciò si potrebbe implicitamente dedurre, al fine di non creare una ingiustificata diversità di trattamento rispetto alla S.p.a. a discapito del socio, che tale modifica al criterio legale non sarebbe consentita.

L'argomento letterale è, come noto, particolarmente ambiguo, e non pare possa essere risolutivo da alcun punto di vista. Risulta agevole ricordare quello che viene considerato, anche a livello comparatistico, l'elemento distintivo del tipo ⁽⁵⁰⁾: ossia il carattere tendenzialmente dispositivo della disciplina della S.r.l., in considerazione dell'ampio spazio riservato all'autonomia statutaria (v. art. 3, comma 1, lett. a, b, e art. 3, comma 2, lett. c, e, f, l. n. 366/2001), in particolare in materia di posizioni soggettive e di strumenti di tutela dei soci ⁽⁵¹⁾. Seguendo questa linea interpretativa, anche la norma relativa ai criteri di liquidazione della quota può e deve essere ritenuta, in mancanza di indicazione in senso

⁽⁴⁸⁾ V. l'Ord. n. 2014-863 del 31 luglio 2014, commentata da H. LE NABASQUE, *Dispositions relatives à la valorisation des droits sociaux en cas de cession: réforme de l'article 1843-4 du Code civil*, in *Rev. soc.*, 2014, pp. 647 ss.

⁽⁴⁹⁾ V. Trib. Como, 3 luglio 2009, ined., citato da A. DACCÒ, *op. cit.*, p. 109, nt. 44.

⁽⁵⁰⁾ V. H. FLEISCHER, *Die geschlossene Kapitalgesellschaft im Rechtsvergleich*, in *ZGR*, 2016, pp. 36 ss., in particolare a pp. 73 ss.

⁽⁵¹⁾ V. per tutti G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Comm. Schlesinger*, Milano 2010, pp. 59 ss.; M. SCIUTO, *L'atto costitutivo della società a responsabilità limitata*, in *R. soc.*, 2009, pp. 660 ss.; dal punto di vista comparatistico ancora H. FLEISCHER, *Vergleichende Corporate Governance in der geschlossenen Kapitalgesellschaft*, in *ZHR*, 2015, pp. 416 ss.

contrario, derogabile⁽⁵²⁾. Si consideri che proprio il riferimento all'autonomia statutaria e all'assenza di una inderogabile disposizione normativa ha fatto ritenere valida, in una sentenza della Corte di Cassazione che non è stata, nel dibattito in materia e a quanto risulta, particolarmente tenuta in considerazione, una clausola contenuta nell'atto costitutivo di una S.r.l. che prevedeva, quali parametri di riferimento per la liquidazione della quota del socio defunto, le risultanze di bilancio nonché il valore dell'avviamento⁽⁵³⁾.

Neppure il secondo argomento, ossia quello sistematico, pare convincente, in quanto la mancata previsione di una causa di recesso per la modifica dei criteri di liquidazione della partecipazione non sembra riconducibile ad un divieto di siffatta modifica, ma nella esigenza, per la disciplina della S.r.l., del *necessario consenso di tutti i soci* anche in sede di successiva introduzione della clausola che deroga ai criteri legali. Non pare sistematicamente sostenibile, come in altra sede si è cercato di dimostrare⁽⁵⁴⁾, che la modifica statutaria che, nella S.p.a., attribuisce al socio il diritto (non derogabile) di recesso possa, nella S.r.l., essere, invece, adottata a maggioranza (senza che al socio sia attribuito a sua volta un diritto di recedere). L'assenza, nella disposizione relativa al diritto di recesso della S.r.l., di una determinata causa non significa, in altre parole, che la relativa decisione di modifica statutaria non possa essere adottata in quanto illegittima, oppure che essa sia rimessa alla maggioranza; può significare, invece, che tale decisione sia rimessa al consenso di tutti i soci⁽⁵⁵⁾.

Potrebbe ulteriormente osservarsi, dal punto di vista dei principi e in senso contrario alla legittimità di clausole statutarie che derogano all'art.

⁽⁵²⁾ V. ad esempio P. ULMER-M. HABERSACK, *op. cit.*, Rn. 82, p. 608, secondo i quali la legittimità giuridica di clausole di limitazione del valore della quota quale manifestazione dell'autonomia statutaria è «fuori discussione». Nello stesso senso la già richiamata giurisprudenza di legittimità (BGH, 16 dicembre 1991, in *GmbHR*, 1992, pp. 257 ss.): «Gesellschaftsvertragliche Beschränkungen des Abfindungsrechts eines GmbH-Gesellschafters sind aufgrund der Satzungsautonomie grundsätzlich zulässig».

⁽⁵³⁾ V. Cass. 12 febbraio 2010, n. 3345, in *Le società*, 2010, pp. 797 ss.

⁽⁵⁴⁾ Sia consentito il rinvio a M. SPERANZIN, *Diritto di sottoscrizione e tutela del socio di s.r.l.*, Torino, 2012, pp. 56 ss., ove anche (pp. 62 ss.) critica all'argomento della presunta eccezionalità del principio del necessario consenso di tutti i soci nella S.r.l. (argomento ora ribadito dalla *Massima n. 158 in materia societaria* del Consiglio notarile di Milano, su cui si tornerà in altro scritto). Nella dottrina spagnola v. nello stesso senso J. IBÁÑEZ ALONSO, *op. cit.*, p. 347; *SAP Madrid*, 24 luglio 2015, n. 216; v. anche A. CETRA, *Le operazioni sul capitale sociale nella s.r.l.*, in *Le metamorfosi della s.r.l.*, cit., § 5.

⁽⁵⁵⁾ Su quest'aspetto si tornerà *ultra* al paragrafo successivo, ove anche esame della tesi - che si ritiene non convincente - dell'applicazione analogica alla S.r.l. della disciplina del recesso prevista in materia di S.p.a.

2473, comma 3, c.c., che la disciplina del recesso debba assumere un carattere imperativo in quanto, come si ricordava, strumento di protezione del socio di minoranza e di negoziazione tra soci. Risolvere i problemi di tutela del singolo attraverso meccanismi di *self-protection* potrebbe ritenersi mezzo inadeguato con riferimento alla posizione del socio di minoranza in una società chiusa, con conseguente necessità di prevedere delle norme imperative (come, in ipotesi, quella in esame) per garantire i diritti correlati all'*exit* ⁽⁵⁶⁾.

Anche la tesi esposta non pare, tuttavia, sufficiente ad escludere la derogabilità della norma.

In primo luogo vale, sempre ragionando dal punto di vista degli obiettivi di politica legislativa, la presunzione di legittimità (ed anzi di opportunità) delle clausole statutarie che favoriscono in via anticipata la soluzione di conflitti interni tra soci ⁽⁵⁷⁾, e che intendono evitare comportamenti opportunistici degli stessi anche in relazione ai tempi del rimborso. Poiché, come si è visto, mancano strumenti affidabili per la valutazione delle partecipazioni in S.r.l., sottrarre alle parti la possibilità di utilizzare l'autonomia statutaria in materia non pare la soluzione preferibile. Inoltre si è già ricordato, ed è anche emerso dal quadro comparatistico (oltre che dalla richiamata sentenza della Corte di Cassazione ⁽⁵⁸⁾), il carattere tendenzialmente dispositivo della disciplina della S.r.l., che dovrebbe determinare una presunzione di legittimità delle clausole statutarie che non intaccano i diritti dei terzi.

Con riferimento all'esigenza di tutela del socio di minoranza nel caso di esercizio del diritto di recesso, può, in secondo luogo, osservarsi che il problema non è tanto rappresentato, allora, dall'inderogabilità *tout court* della previsione legale; quanto, piuttosto, dai *limiti* entro cui l'autonomia statutaria può spiegarsi.

4. – La tesi prevalente nel sistema italiano ⁽⁵⁹⁾, accolta anche in giuri-

⁽⁵⁶⁾ V. per tale argomento in generale G. BACHMANN-H. EIDENMÜLLER-A. ENGERT-H. FLEISCHER-W. SCHÖN, *op. cit.*, p. 10 e p. 20.

⁽⁵⁷⁾ Ampia analisi del problema nella monografia di F. WEDEMANN, *op. cit.*, pp. 355 ss.

⁽⁵⁸⁾ V. Cass., 12 febbraio 2010, n. 3345, cit.

⁽⁵⁹⁾ V. M. CIAN, *La s.r.l.: la struttura finanziaria*, in AA. VV., *Diritto commerciale*, a cura di M. Cian, II, 2^a ed., Torino 2014, p. 601; M. VENTORUZZO, *op. cit.*, pp. 240 ss.; C. FRIGENI, *op. cit.*, p. 204; P. REVIGLIONE, *op. cit.*, pp. 392 ss.; M. CALLEGARI, *Il recesso del socio nella s.r.l.*, in *Le nuove s.r.l.*, opera diretta da M. Sarale, Bologna 2008, p. 254; F. ANNUNZIATA, *op. cit.*, p. 523. Analoga posizione viene sostenuta con riferimento alla S.p.a.: v., anche per riferimenti ulteriori, M. MAUGERI-H. FLEISCHER, *Problemi giuridici in tema di valutazione delle azioni del socio recedente: un confronto tra diritto tedesco e diritto italiano*, in *R. soc.*, 2013, pp. 103 ss.

sprudenza⁽⁶⁰⁾ e dagli orientamenti notarili⁽⁶¹⁾, considera legittimo nella S.r.l. l'utilizzo di criteri di valutazione della partecipazione diversi da quello legale (ed è quindi contraria alla posizione negativa assoluta descritta al paragrafo precedente). Quest'interpretazione ritiene tuttavia che, almeno con riferimento alle cause legali di recesso, i criteri non possano essere sostitutivi rispetto a quanto stabilito all'art. 2473, comma 3, c.c., ma solo aggiuntivi o integrativi⁽⁶²⁾; oppure, secondo altra formulazione, maggiormente diffusa in dottrina, tali criteri convenzionali non possano risultare pregiudizievoli per il socio recedente⁽⁶³⁾. La modifica sarebbe dunque ammissibile solo con la previsione di criteri ulteriori di valutazione che non alterino quello legale; oppure se migliorativi dal punto di vista del valore da attribuire al socio uscente⁽⁶⁴⁾.

L'opinione prevalente è argomentata osservando innanzitutto che la *Relazione ministeriale al d.lgs. n. 6 del 2003* (v. § 11) ha sottolineato, al fine di assicurare un'efficace tutela del socio, il particolare rilievo della norma relativa alla liquidazione della partecipazione nel modo più aderente possibile al suo valore di mercato⁽⁶⁵⁾, da intendersi pertanto come valore effettivo ed equo della partecipazione⁽⁶⁶⁾.

⁽⁶⁰⁾ V. Trib. Milano, 24 maggio 2007, in *G. it.*, 2008, p. 1433; Trib. Milano, 31 marzo 2008, in *Le società*, 2008, pp. 1373 ss.

⁽⁶¹⁾ V. l'Orientamento *I.H.13* del Comitato interregionale dei consigli notarili del Triveneto.

⁽⁶²⁾ M. VENTORUZZO, *op. cit.*, pp. 241 ss.

⁽⁶³⁾ V. G. ZANARONE, *op. cit.*, pp. 830 ss.; G.B. PORTALE-A. DACCÒ, *Criteri e modalità «penalizzanti» per il recesso del socio di minoranza nella società a responsabilità limitata*, in *R. d. soc.*, 2009, p. 27; con riferimento alla S.p.a. A. PACIELLO, in *Comm. Niccolini-Stagno d'Alcontres, sub Art. 2437-ter*, Napoli 2004, p. 1129, secondo il quale i criteri legali fungerebbero da garanzia minima per il socio che recede.

⁽⁶⁴⁾ Con riferimento, invece, alle cause di recesso *facoltative* prevale la tesi favorevole alla derogabilità del criterio legale: v. M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 244; P. REVIGLIONE, *op. cit.*, p. 394; M. CIAN, *La liquidazione della quota del socio recedente al valore nominale (in margine ad una clausola statutaria in deroga ai criteri legali di valutazione delle azioni)*, in *R. d. soc.*, 2010, p. 308; M. MAUGERI-H. FLEISCHER, *op. cit.*, pp. 104 ss.; V. DI CATALDO, *op. cit.*, pp. 619 ss.; *Massima n. 74 in materia societaria* del Consiglio notarile di Milano. Contrario alla derogabilità *in pejus* del criterio di legge anche nei casi di recesso statutario M. ROSSI, *op. cit.*, p. 1415.

⁽⁶⁵⁾ V. G. ZANARONE, *op. cit.*, p. 832.

⁽⁶⁶⁾ G.B. PORTALE-A. DACCÒ, *op. cit.*, p. 26; M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 242, secondo il quale un ulteriore argomento è rappresentato dal fatto che i criteri valutativi alternativi a quelli di legge devono comunque consentire la possibilità di determinare un valore effettivo e realistico della partecipazione. Orbene: il criterio legale dell'art. 2473 c.c. si limita a prevedere che si debba tenere conto del valore di mercato del patrimonio della società, sicché l'esclusione del riferimento a tale elemento di valutazione non potrebbe ritenersi ammissibile.

In secondo luogo, anche quest'interpretazione rileva che l'art. 2473, comma 3, c.c. non prevede, a differenza dell'art. 2437, comma 1, lett. f, una causa di recesso consistente nella modifica dei criteri di valutazione della partecipazione in caso di uscita volontaria del socio. Sicché i soci di minoranza potrebbero trovarsi privi di tutela a fronte dell'introduzione, da parte della maggioranza, di parametri di determinazione del valore della quota che rischiano di rendere il diritto di recesso uno strumento completamente spuntato e depotenziato; da ciò conseguirebbe la nullità di una clausola che preveda criteri di rimborso peggiorativi per il socio⁽⁶⁷⁾.

In terzo luogo la natura inderogabile delle cause di recesso legali comporta, secondo quest'interpretazione, la nullità dei patti che escludono o rendono più gravoso l'esercizio del recesso, norma prevista all'art. 2437, ult. comma, c.c. in materia di S.p.a., ma da ritenere applicabile analogicamente anche alla S.r.l.⁽⁶⁸⁾.

Il primo argomento, come del resto già osservato dalla dottrina che lo utilizza⁽⁶⁹⁾, può essere facilmente superato considerando che la legge delega (v. art. 3, comma 2, lett. f, l. n. 366/2001) imponeva come unico limite all'autonomia statutaria in materia di recesso da una S.r.l. quello derivante dall'esigenza di tutela dei terzi (e in particolare dei creditori sociali), esigenza che sarebbe rispettata – anzi: rafforzata – nel caso di criteri penalizzanti per il socio. In ogni caso il menzionato passaggio della *Relazione ministeriale al d.lgs. n. 6 del 2003*, e a parte il ruolo della stessa, non pare decisivo nell'escludere la derogabilità del criterio legale.

Anche il secondo argomento, come già si è osservato nel paragrafo precedente, non risulta convincente, in quanto la mancata previsione della causa di recesso per la modifica dei criteri di liquidazione non è interpretabile come una lacuna; invece, attraverso una ricostruzione della norme della S.r.l. mediante autointegrazione e criteri propri⁽⁷⁰⁾, tale diversità di

⁽⁶⁷⁾ V. ancora M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 242; P. REVIGLIONE, *op. cit.*, p. 393; secondo G. ZANARONE, *op. cit.*, p. 831, nt. 133, l'introduzione nell'atto costitutivo di criteri maggiormente penalizzanti per il recedente - criteri che l'Autore ritiene legittimi solo per le ipotesi statutarie di recesso - potrebbe avvenire a maggioranza, ma ciò legittimerebbe il socio all'esercizio del diritto di recesso in applicazione analogica della menzionata norma della S.p.a.; nello stesso senso C. FRIGENI, *op. cit.*, p. 206.

⁽⁶⁸⁾ V. ancora G. ZANARONE, *op. cit.*, p. 832, nt. 135. V. anche, con riferimento alla S.p.a., M. CIAN, *La liquidazione della quota del socio recedente al valore nominale (in margine ad una clausola statutaria in deroga ai criteri legali di valutazione delle azioni)*, cit., p. 305.

⁽⁶⁹⁾ V. G. ZANARONE, *op. cit.*, p. 831.

⁽⁷⁰⁾ V. per tutti ancora G. ZANARONE, *op. cit.*, pp. 30 ss. e pp. 67 ss.; C. ANGELICI, *Sulle lacune nel diritto delle società*, in *Le società*, 2015, p. 1253; H. FLEISCHER, *Zur ergänzenden Anwendung von Aktienrecht auf die GmbH*, in *GmbHR*, 2008, pp. 673 ss.

disciplina rispetto alla S.p.a. presuppone il *necessario consenso di tutti i soci*, anche in sede di successiva modifica dell'atto costitutivo, al fine di alterare i parametri in base ai quali determinare il valore della partecipazione nella S.r.l.

Occorre, infatti, esaminare il tipo di diritti del socio su cui la delibera modificativa incide: se diritti assolutamente indisponibili, relativamente indisponibili, oppure disponibili⁽⁷¹⁾. Il diritto alla liquidazione della quota viene spesso considerato relativamente indisponibile⁽⁷²⁾, in quanto appartenente al *Kernbereich der Mitgliedschaft*⁽⁷³⁾; con la conseguente possibilità di disciplinarlo diversamente, ma solo con il consenso del socio. Se, anche, tuttavia, il diritto fosse ritenuto, come pare preferibile, assolutamente indisponibile (o irrinunciabile *ex ante*)⁽⁷⁴⁾, comunque esso può essere oggetto, sempre con il consenso del socio, di negoziazione e quindi di regolazione statutaria (come anche di rinuncia nel caso concreto); una clausola derogatoria rispetto al criterio di legge non comporta, infatti, un atto di disposizione preventiva del diritto, ma solo una determinazione del suo contenuto⁽⁷⁵⁾.

In definitiva, con riferimento a quest'argomento: la modifica dei criteri di liquidazione della partecipazione del socio recedente richiede, anche in caso di successiva modifica dell'atto costitutivo, il consenso di tutti i soci; non può quindi escludersi la legittimità delle clausole in deroga all'art. 2473, comma 3, c.c. sulla base della mancata previsione, nella medesima norma, di un diritto di recesso del socio nel caso in cui venga effettuata tale modifica⁽⁷⁶⁾.

(71) Per quest'impostazione con riferimento alla S.r.l. cfr. in particolare SCHÄFER, *Der stimmrechtslose GmbH-Geschäftsanteil*, Köln, 1997, pp. 150 ss., v. anche per riferimenti ulteriori M. SPERANZIN, *Diritto di sottoscrizione e tutela del socio di s.r.l.*, cit., pp. 69 ss.

(72) V. C. SCHÄFER, *op. ult. cit.*, pp. 131 ss. e p. 190.

(73) K. SCHMIDT, in *Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch*, 3. Auf., sub § 131, cit., Rn. 152, p. 619.

(74) V. per la qualificazione A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, p. 187.

(75) V. C. SCHÄFER, *op. ult. cit.*, pp. 321 ss.; per la distinzione tra l'indisponibilità preventiva del diritto e la possibilità successiva di negoziazione dello stesso cfr. in generale ANGELICI, *La società per azioni. I. Principi e problemi*, cit., p. 63, nt. 98; v. sul punto anche M. SPERANZIN, *op. ult. cit.*, p. 73.

(76) Comunque, anche qualora non si volesse aderire all'interpretazione ritenuta preferibile nel testo, non pare che la mancata indicazione di tale causa di recesso possa essere l'argomento decisivo a favore della tesi dell'inderogabilità dell'art. 2473, comma 3, c.c. Si dovrebbe, infatti, a quel punto ritenere esistente una lacuna nella disciplina della S.r.l. (almeno nei casi in cui questa abbia una configurazione in concreto capitalistica: v. G.C.M. RIVOLTA, *Diritto delle società. Profili generali*, in *Tratt. Buonocore-Costi*, Torino, 2015, pp. 44 ss.), che legittimerebbe l'applicazione analogica della norma della S.p.a. (così come ritenuto da G. ZANARONE, *op. cit.*, p. 831, nt. 133; C. FRIGENI, *op. cit.*, p. 206).

Il terzo motivo avanzato dalla dottrina contraria pare, infine superabile in considerazione della mancata previsione, in tema di S.r.l., del divieto stabilito all'art. 2437, ult. comma, c.c., la cui applicazione analogica risulta, anche alla luce delle considerazioni sopra esposte, difficilmente sostenibile. Del resto la dottrina tedesca ha escluso la rilevanza del riferimento a tale norma per risolvere il problema in esame, in quanto il divieto – contenuto in Germania nella disciplina delle società di persone – si estende solo alle limitazioni giuridiche che rendono più gravoso l'esercizio del diritto di recesso, e non alle clausole che lasciano inalterato tale diritto e comportano per il socio la predeterminazione dei criteri relativi al rimborso⁽⁷⁷⁾.

5. – Le considerazioni relative alla partecipazione sociale nella S.r.l., risultanti dal complesso di norme applicabili al tipo, consentono di dare al problema in esame una soluzione diversa da quella ritenuta prevalente dalla dottrina dominante nonché preferibile in tema di S.p.a.⁽⁷⁸⁾. La quota in una S.r.l. rappresenta un interesse prevalentemente imprenditoriale, e relativo ad un investimento di norma concentrato; il diritto di recesso, in quest'ultimo tipo, costituisce dunque uno strumento di creazione di un mercato *interno* della partecipazione sociale, più che una reazione ad una modifica delle regole di gestione dell'investimento in particolare di tipo finanziario (nell'ambito delle quali necessariamente si deve tenere conto anche delle esigenze di un mercato *esterno* delle partecipazioni).

Quest'argomento, insieme alla considerazione del ruolo centrale dell'autonomia statutaria, rende maggiormente convincente la tesi, come noto ritenuta pacifica in tema di società di persone⁽⁷⁹⁾, secondo cui il criterio legale di liquidazione della partecipazione nel caso di recesso da una S.r.l. *ex art. 2473 c.c. sia derogabile*, seppure entro certi limiti.

In altre parole, anche il diritto al rimborso sulla base del valore di mercato della quota rappresenta, come altre posizioni partecipative, un *bargaining chip* del socio, ossia una posizione contrattuale che egli può

⁽⁷⁷⁾ Cfr. in particolare in questo senso K. SCHMIDT, *op. ult. cit.*, Rn. 156, p. 621; K.U. SCHMOLKE, *op. cit.*, pp. 681 ss.

⁽⁷⁸⁾ Con riferimento alla partecipazione azionaria, infatti, e come già ricordato, si sottolinea il duplice carattere di partecipazione all'impresa e prodotto finanziario (v. anche per ulteriori riferimenti M. MAUGERI, *Partecipazione sociale, quotazioni di borsa e valutazione delle azioni*, cit., pp. 98 ss.); tale duplice carattere giustifica, in relazione a vari aspetti, una diversa disciplina del diritto di recesso.

⁽⁷⁹⁾ M. GHIDINI, *Società personali*, Padova, 1972, pp. 615 ss.; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, 2, *Diritto delle società*, a cura di M. Campobasso, 9^a ed., Torino 2015, p. 113, nt. 131. Nella dottrina tedesca, anche per ulteriori riferimenti, H. FLEISCHER, *Unternehmensbewertung im Personengesellschafts- und GmbH-Recht*, cit., p. 731.

disciplinare diversamente in sede di negoziazione anche successiva⁽⁸⁰⁾. La necessaria tutela della minoranza nelle società a base tipologicamente personalista è affidata al consenso che i soci devono manifestare, in sede costitutiva o di modifica statutaria, per configurare un assetto convenzionale meno favorevole rispetto a quello legale⁽⁸¹⁾. Una volta che il socio ha espresso il consenso a limitare la sua posizione partecipativa (in questo caso: dal punto di vista patrimoniale), non pare che tali limitazioni possano ritenersi illegittime⁽⁸²⁾.

Dal punto di vista dell'analisi economica, inoltre, le clausole derogatorie rispetto al criterio legale per la liquidazione della quota sono state valutate un importante *commitment device* per mantenere l'investimento a titolo di capitale di rischio nell'impresa⁽⁸³⁾: il diritto di recesso può comportare problemi di liquidità per la società e limitarne il finanziamento, nonché può stimolare comportamenti opportunistici del socio. Si invoca, quindi, una limitazione o comunque un'interpretazione restrittiva della relativa disciplina (comprensiva dei criteri di liquidazione)⁽⁸⁴⁾, anche considerando che l'effetto di *lock-in*, ossia l'impossibilità di sciogliersi liberamente dal contratto sociale ottenendo l'intero valore del proprio investimento⁽⁸⁵⁾, sebbene assuma nelle società a base personalistica delle connotazioni particolari⁽⁸⁶⁾, deve conservare il suo carattere di criterio distintivo delle società di capitali⁽⁸⁷⁾. Sempre dal punto di vista economico, e quanto al profilo della necessità che il trattamento del socio recedente possa essere

⁽⁸⁰⁾ V. in generale C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, 2^a ed., cit., p. 86.

⁽⁸¹⁾ V. per la distinzione di valutazione tra i casi in cui la legge attribuisca un potere o questo sia attribuito dal contratto G. ZANARONE, *op. cit.*, pp. 217 ss.; C. ANGELICI, *Fra "mercato" e "società": a proposito di venture capital e drag along*, cit., p. 29 e nt. 12. Per una posizione diversa (la regola di *default* nella S.r.l. è quella della maggioranza, salvo il socio imprenditore negozi *ex ante* regole diverse) v. la *Massima n. 158 in materia societaria* del Consiglio notarile di Milano.

⁽⁸²⁾ Sottolinea la necessità di *Selbstschutz* da parte del socio di società chiuse H. FLEISCHER, in *Münchener Kommentar zum GmbH-Gesetz, Einleitung*, Hrsg. von H. Fleischer u. W. Goette, 2. Auf., München 2015, Rn. 289, p. 116; v. anche M. SPERANZIN, *op. ult. cit.*, pp. 144 ss., con riferimento al problema, per alcuni aspetti simile, dell'aumento di capitale con esclusione del diritto di sottoscrizione del socio.

⁽⁸³⁾ Cfr. K.U. SCHMOLKE, *op. cit.*, p. 563.

⁽⁸⁴⁾ V. F. WEDEMANN, *op. cit.*, p. 491; G. BACHMANN, H. EIDENMÜLLER, A. ENGERT, H. FLEISCHER, W. SCHÖN, *op. cit.*, pp. 67 ss.; K.U. SCHMOLKE, *op. cit.*, p. 561; G.H. ROTH – P. KINDLER, *The Spirit of corporate law*, München 2013, pp. 144 ss.

⁽⁸⁵⁾ V. L.E. RIBSTEIN, *op. cit.*, p. 76 e pp. 97 ss.

⁽⁸⁶⁾ V. ancora H. FLEISCHER, *Vergleichende Corporate Governance in der geschlossenen Kapitalgesellschaft*, cit., p. 432.

⁽⁸⁷⁾ V. G. FERRI, *Recesso del socio e speciali ragioni di deroga ai criteri legali di valutazione nel bilancio di esercizio*, in *R. dir. comm.*, 1975, II, pp. 140 s.

solo migliorativo si è, inoltre, osservato che i margini di discrezionalità insiti nei criteri di valutazione e la variabilità nel tempo dei risultati cui conducono rende impossibile una valutazione *ex ante* della legittimità dei criteri⁽⁸⁸⁾.

Infine occorre menzionare, a favore della tesi ritenuta preferibile, anche l'argomento della comparazione con gli altri ordinamenti; le clausole che stabiliscono criteri convenzionali di liquidazione anche peggiorativi per il socio sono ritenute nella S.r.l. ammissibili, oltre ad essere molto diffuse⁽⁸⁹⁾. Si è anzi osservato – in altri sistemi – che l'utilizzo di clausole di esclusione o limitazione della liquidazione della quota in società a base personalistica ha rappresentato in alcune ipotesi il motivo della scelta (e del successo) di tale modello, ad esempio nel caso del *private equity*⁽⁹⁰⁾ o del *venture capital*⁽⁹¹⁾.

Se le considerazioni sopra esposte sono condivisibili, possono ritenersi legittime le clausole che determinano anche una liquidazione inferiore al valore reale o effettivo, purché tale valore sia non minore rispetto al *valore contabile*, ossia pari alla quota del patrimonio netto risultante dall'ultimo bilancio di esercizio o da una situazione patrimoniale infrannuale⁽⁹²⁾. Qualora, per successive circostanze, si crei una grossa sproporzione tra il valore convenzionale e quello reale, il socio può richiedere, in virtù del principio di buona fede, un controllo giudiziale *ex post* al fine di un adeguamento del valore di liquidazione⁽⁹³⁾.

⁽⁸⁸⁾ V. M. VENTORUZZO, *op. cit.*, pp. 127 ss. Si è in particolare sottolineato che anche la clausola che prevede la liquidazione a valori contabili, che come si vedrà costituisce il limite minimo sotto il quale la pattuizione non deve considerarsi legittima, può condurre in determinati casi ad una liquidazione più elevata rispetto a quella a valori di mercato: v. C. SCHÄFER, in *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*, 6. Auf., sub § 738, cit., Rn. 46, p. 594; P. PISCITELLO, *op. cit.*, p. 858.

⁽⁸⁹⁾ In Germania v. H. HENZE, *op. cit.*, p. 620.

⁽⁹⁰⁾ V. L.E. RIBSTEIN, *op. cit.*, p. 225.

⁽⁹¹⁾ V. T. KUNTZ, *Gestaltung von Kapitalgesellschaften zwischen Freiheit und Zwang*, Tübingen 2016, p. 730.

⁽⁹²⁾ Sono quindi legittime, se si condividono le osservazioni esposte, sia le clausole che prevedono una liquidazione al valore contabile *tout court* sia le clausole che prevedono una liquidazione al valore contabile nel caso in cui quello effettivo sia inferiore: v. *ultra*, il paragrafo successivo. V. per la necessità della redazione di un documento contabile aggiornato al momento di riferimento della valutazione ai fini della liquidazione P. PISCITELLO, *op. cit.*, p. 839, nt. 15.

⁽⁹³⁾ Controllo giudiziale sull'esercizio dei diritti sociali che la recente giurisprudenza del Tribunale di Milano sembra riservarsi, riconoscendo nel contempo un ampio potere alla maggioranza di modificare l'atto costitutivo: v. Trib. Milano 22 dicembre 2014, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, II, pp. 84 ss.

Il criterio del valore contabile – stabilito dalla normativa previgente⁽⁹⁴⁾ e di rilevanza sistematica (v. art. 2441, comma 6, c.c. con riferimento alla determinazione minima del sovrapprezzo⁽⁹⁵⁾) –, oltre a rappresentare uno strumento di valutazione di norma più rapido e meno oneroso, pare trovare un riscontro nell'attuale art. 2437-ter, commi 2 e 4, che espressamente consente rettifiche rispetto ai valori di bilancio, presupponendo – secondo la tesi preferibile – la liceità del richiamo a tali valori⁽⁹⁶⁾. L'impostazione ritenuta preferibile sembra confermata anche dalla già ricordata sentenza della Corte di Cassazione⁽⁹⁷⁾.

Non possono, inversamente, ritenersi legittime clausole che prevedono una valutazione inferiore al valore contabile o che escludono *ex ante* il diritto del socio al valore di liquidazione, in considerazione dell'insopprimibilità del diritto del socio ad una quota del residuo attivo⁽⁹⁸⁾ e, soprattutto, del fondamento causale del contratto di società lucrativa inteso quale compartecipazione al rischio e ai risultati economici della gestione (artt. 2247 e 2265 c.c.)⁽⁹⁹⁾.

⁽⁹⁴⁾ Cfr. per tutti G. GRIPPO, *Il recesso del socio*, in *Tratt. Colombo-Portale*, VI, I, Torino 1993, pp. 187 ss.

⁽⁹⁵⁾ Sul quale v. per tutti G. MUCCIARELLI, *Il sovrapprezzo delle azioni*, Milano, 1997, pp. 212 ss. Per l'applicazione della norma anche alla s.r.l. v. A. CETRA, *op. cit.*, § 3, ove ulteriori riferimenti.

⁽⁹⁶⁾ Cfr. M. CIAN, *La liquidazione della quota del socio recedente al valore nominale (in margine ad una clausola statutaria in deroga ai criteri legali di valutazione delle azioni)*, cit., p. 305. Secondo V. DI CATALDO, *op. cit.*, p. 620, il criterio del valore di libro potrebbe essere utilizzato per le cause di recesso statutarie, segnatamente per quella che prevede un recesso per giusta causa. Come osserva C. FRIGENI, *Spunti interpretativi dalla recente giurisprudenza in tema di recesso nelle società di capitali*, in corso di pubblicazione, letto per la cortesia dell'Autore, § 3.1, le poste indicate nel bilancio di esercizio rappresentano di norma, nelle decisioni giurisprudenziali, l'imprescindibile punto di partenza della valutazione.

⁽⁹⁷⁾ V. Cass. 12 febbraio 2010, n. 3345, cit.: «è vero che, nella più parte dei casi, le valutazioni di bilancio, informate al principio di prudenza e per certi aspetti ancora legate al criterio del costo storico, possono risultare inferiori ai valori correnti di mercato; ma questo non costituisce una regola immutabile e non è dato affermare, in via di astratto principio, che un criterio di liquidazione di quote sociali riferito ai dati di bilancio sia, sol per questo, ingiusto e non corrispondente alle esigenze di equo temperamento degli interessi in gioco».

⁽⁹⁸⁾ Con riferimento a quest'ultimo passaggio C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, 2^a ed., cit., p. 142; v. anche H. FLEISCHER, *Unternehmensbewertung im Personengesellschafts- und GmbH-Recht*, cit., p. 734.

⁽⁹⁹⁾ G.C.M. RIVOLTA, *La partecipazione sociale*, Milano, 1964, pp. 145 ss., e, più di recente, anche per ulteriori riferimenti, P.F. MONDINI, *Le azioni correlate*, 2^a ed., Milano 2009, pp. 69 ss. V. dal punto di vista comparatistico, per una svalutazione del profilo causale e del necessario diritto all'utile e alla quota di liquidazione, di recente H. FLEISCHER, *Gewinn- und stimmrechtslose Personengesellschafts- und GmbH-Geschäftsanteile*, in corso di pubblicazione in *Festschrift für J. Köndgen*, pp. 208 ss., consultato per cortesia dell'Autore.

Le conclusioni relative alle previsioni contenute nell'atto costitutivo possono ritenersi valere anche per le clausole contenute in patti parasociali aventi ad oggetto la predeterminazione del valore di rimborso⁽¹⁰⁰⁾.

6. – Parte della dottrina ha sollevato dubbi sulla legittimità anche di criteri che, all'opposto, possano determinare una liquidazione ad un valore superiore rispetto a quello reale, e che potrebbero, proprio per questo, mettere in discussione la sopravvivenza della società: si è sostenuta l'illegittimità di tali criteri⁽¹⁰¹⁾.

Dal punto di vista della tutela dell'interesse dei soci, pare possano valere le considerazioni sopra esposte in merito alla possibilità di negoziazione e quindi di regolazione statutaria del diritto alla liquidazione della partecipazione. Dal punto di vista della tutela dell'interesse dei creditori sociali, per contro, la tesi non pare convincente, in quanto la legge già prevede, all'interno del procedimento di liquidazione (v. art. 2473, comma 4, c.c.), una determinata protezione dei loro interessi, attribuendo ai creditori sociali il diritto di opposizione nel caso in cui manchino risorse disponibili e la liquidazione venga ricavata attraverso una riduzione volontaria del capitale sociale; oppure disponendo lo scioglimento della società⁽¹⁰²⁾.

⁽¹⁰⁰⁾ V. in questo senso l'interessante caso deciso da BGH, 15 marzo 2010, in NJW, 2010, pp. 3718 ss.; per riferimenti G.B. PORTALE, *Patti parasociali con «efficacia corporativa» nelle società di capitali*, in *R. soc.*, 2015, pp. 1 ss.; M. SPERANZIN, "Deroga" all'atto costitutivo di s.r.l. in tema di liquidazione del socio receduto e conversione della decisione in patto parasociale, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera e A. Sciarrone Alibrandi, 2, Torino 2014, pp. 1972 ss.

⁽¹⁰¹⁾ V. prima della riforma G. GRIPPO, *op. cit.*, pp. 188 s.; successivamente A. PACIELLO, *op. cit.*, p. 1126; M. ROSSI, *op. cit.*, p. 1414, nt. 72, in considerazione del principio tipologico del diritto societario secondo cui i soci hanno diritto al valore reale della loro quota; A. TOFFOLETTO, *La valutazione di azioni e quote in caso di recesso: note a margine del contributo di Mauro Bini*, in *Il recesso del socio di società di capitali*, Milano 2014, p. 32.

⁽¹⁰²⁾ V. G. ZANARONE, *op. cit.*, p. 833; M. CIAN, *La s.r.l.: la struttura finanziaria*, cit., p. 601. Sulla tutela dei creditori sociali nel procedimento di recesso v. ampiamente M. CENTONZE, *Lo scioglimento di s.p.a. in pendenza del recesso del socio*, in questa *Rivista*, 2013, I, pp. 809 ss.; M. ROSSI, *Recesso dalla s.p.a. e riduzione del capitale sociale*, in *G. comm.*, 2015, I, pp. 919 ss.

Si pone inoltre, in tale ipotesi in particolare, il problema se la liquidazione possa essere effettuata solo nel rispetto di ulteriori criteri - rispetto a quanto dispone l'art. 2473 c.c. - che la dottrina ritiene necessari per ogni tipo di distribuzione ai soci: v. per tutti i riferimenti, di recente, F. BRIOLINI, *Verso una nuova disciplina delle distribuzioni del netto?*, in *R. soc.*, 2016, pp. 64 ss.

Non pare quindi si possa sostenere l'illegittimità di per sé di criteri che prevedano un liquidazione a valore superiore a quello reale o effettivo, quanto meno se tali criteri rientrano in quelli comunemente accettati dalle scienze aziendalistiche per le valutazioni delle partecipazioni.

Occorre, infine, chiedersi se una valutazione diversa in merito alla derogabilità del criterio legale possa essere compiuta *a seconda delle cause di recesso*, in particolare distinguendo tra quelle (principalmente previste all'art. 2473 c.c.) che consistono in una reazione ad una decisione sociale modificativa rispetto alla quale il socio (di norma: di minoranza) ha espresso il proprio dissenso; e quelle (previste all'art. 2469 c.c.) in cui il recesso costituisce il contrappeso ad una limitazione della circolazione delle partecipazioni che rende il diritto al disinvestimento sostanzialmente impossibile.

Orbene: se pare legittimo, con riferimento alle prime, che i soci possano esercitare la loro autonomia statutaria e possano prevedere criteri di liquidazione meno favorevoli di quello legale (nei limiti in cui si è detto); altrettanto non pare possa sostenersi con riferimento alle seconde, poiché – altrimenti ragionando – siffatti criteri rappresenterebbero una totale compressione della posizione del socio.

Le cause di recesso previste all'art. 2469 c.c. hanno, infatti, un carattere strutturalmente e funzionalmente diverso dalle altre: il diritto non si ricollega ad una delibera, ma alla presenza di una regola nell'atto costitutivo⁽¹⁰³⁾; inoltre il bilanciamento tra l'interesse al finanziamento dell'impresa e quello del socio risulta già, in tale ipotesi, effettuata dal legislatore, attraverso la possibilità di escludere il diritto di recesso per il periodo di due anni (v. art. 2469, comma 2, ult. parte, c.c.). La distinzione tra le ipotesi di recesso (quelle previste dall'art. 2473 c.c., da un lato, e all'art. 2469 c.c., d'altro lato) è, del resto, giustificata dal fatto che l'introduzione delle clausole limitative della circolazione – diversamente da quelle che derogano al criterio legale di liquidazione⁽¹⁰⁴⁾ – non è soggetta al principio del consenso di tutti i soci, in quanto le regole relative al trasferimento

⁽¹⁰³⁾ C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, cit., p. 102 e nt. 3; v. anche P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *Società a responsabilità limitata a struttura chiusa e intrasferibilità delle quote*, 2^a ed., Torino, 2011, pp. 98 ss. Con riferimento alla clausola di mero gradimento il tema della sufficienza, ai fini del diritto di recesso, della mera previsione da parte dell'atto costitutivo o della necessità di un rifiuto del gradimento in concreto risulta, come noto, molto dibattuto: v. di recente la *Massima n. 151 in materia societaria* del Consiglio Notarile di Milano, che si esprime nel secondo senso.

⁽¹⁰⁴⁾ V. *supra*, paragrafi 3 e 4.

attengono all'organizzazione societaria e non attribuiscono posizioni soggettive intangibili senza il consenso del socio⁽¹⁰⁵⁾.

In conclusione, nei casi di restrizione alla libera circolazione delle quote vi è un limite all'autonomia statutaria: non vi può essere una modifica convenzionale dei criteri legali di liquidazione della quota, in quanto, altrimenti, si renderebbe per il socio potenzialmente impossibile, se non a condizioni pregiudizievoli, il disinvestimento dalla società⁽¹⁰⁶⁾ (c.d. rischio di illiquidità⁽¹⁰⁷⁾).

⁽¹⁰⁵⁾ Si è cercato di argomentare il punto in M. SPERANZIN, *Diritto di sottoscrizione e tutela del socio di s.r.l.*, cit., pp. 59 ss., ove riferimenti alle diverse tesi.

⁽¹⁰⁶⁾ D. GALLETI, in *Codice Commentato delle S.r.l.*, sub art. 2469 c.c., a cura di P. Benazzo e Patriarca, Torino, 2006, p. 158; l'*Orientamento I.H.13* del Comitato interregionale dei consigli notarili del Triveneto. Il profilo menzionato nel testo pare sostanzialmente alla base degli orientamenti che ritengono la clausola di prelazione impropria (la quale preveda un meccanismo di determinazione del valore che porti ad un risultato significativamente inferiore a quello del recesso legale) sostanzialmente assimilabile ad una clausola di mero gradimento, in quanto pongono al socio l'alternativa tra cedere la partecipazione per un corrispettivo significativamente inferiore a quello che il legislatore considera congruo ovvero rimanere in società: v. la *Massima n. 86 in materia societaria* del Consiglio Notarile di Milano; e v. anche Cass. 15 luglio 2014, n. 16168, in *G. it.*, 2015, pp. 119 ss., secondo la quale è nulla la clausola di prelazione (da ritenersi impropria) che faccia riferimento al giusto prezzo per la determinazione del valore delle partecipazioni (nel caso di specie: in una S.p.a.).

⁽¹⁰⁷⁾ M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività d'impresa*, cit., p. 106.

