

Sentenza n. 8902/2015 pubbl. il 21/07/2015
RG n. _____

N. R.G. _____

Repert. n. _____



**REPUBBLICA ITALIANA
IN NOME DEL POPOLO ITALIANO
TRIBUNALE ORDINARIO di MILANO
- Sezione specializzata in materia di impresa B -**

Il Tribunale, in composizione collegiale nelle persone dei seguenti magistrati:

dott. Elena Maria Riva Crugnola

Presidente

dott. Alessandra Dal Moro

Giudice Relatore

dott. Guido Vannicelli

Giudice

ha pronunciato la seguente

SENTENZA

nella causa civile di I Grado iscritta al n. r.g. _____ promossa da:

S.P.A.”

“C

attore

contro

P S.P.A.

convenuto

R SPA

convenuto

HOLDING SA

intervenuto

CONCLUSIONI

Le parti hanno concluso come da fogli di precisazione delle conclusioni.

pagina 1 di 18

Firmato Da: RIVA CRUGNOLA ELENA MARIA MEROPE Emesso Da: INFOCERT FIRMA QUALIFICATA 2 Serial#: 7b626 - Firmato Da: PRIMAVERA ROBERTO Emesso Da: POSTECOM CA3 Serial#: 98684
Firmato Da: DAL MORO ALESSANDRA Emesso Da: POSTECOM CA3 Serial#: c5483



Sentenza n. 8902/2015 pubbl. il 21/07/2015

RG n.

Repert. n.

Concisa esposizione delle ragioni di fatto e di diritto della decisione

C. s.p.a. (di seguito "C"), in qualità di socio di minoranza (con partecipazione azionaria del 18 %) della P s.p.a., ha citato in giudizio la predetta società, nonché R: s.p.a., nella sua qualità di *ex* socio di maggioranza di P s.p.a., al fine di ottenere, alla luce delle domande infine precisate:

- l'accertamento del proprio diritto di recesso dalla società convenuta, ai sensi dell'art. 2497 quater, comma 1, lett. c) c.c.;
- l'accertamento della legittimità del recesso esercitato da C in data 31.07.2013 per un totale di 100.000 azioni, pari all'1% del capitale posseduto in P ;
- previa determinazione del valore delle proprie azioni in P s.p.a., la condanna di P s.p.a. al pagamento dell'importo corrispondente al valore di liquidazione delle azioni per le quali C ha esercitato il diritto di recesso, pari ad euro 4.895.000,00 o alla diversa somma ritenuta di giustizia, oltre rivalutazione ed interessi;
- l'accertamento della responsabilità di R s.p.a. per abuso dell'attività di direzione e coordinamento della società P nel corso degli anni 2011-2013, nonché per violazione dei doveri di correttezza e buona fede ex artt. 1175 e 1375 c.c. in occasione della cessione della partecipazione di maggioranza a favore di Holding s.a.s. (società appartenente al gruppo francese K) e per l'effetto, la condanna della stessa al risarcimento del danno, *"ivi compreso quello collegato all'eventuale mancato e/o ritardato esercizio del recesso in conseguenza della mancata adeguata informazione circa i contenuti dell'accordo intercorso con il gruppo K"*.

1. Le allegazioni attoree

A sostegno delle formulate domande, parte attrice ha premesso **in fatto** che:

- C è titolare di n. 1.800.000 azioni ordinarie, pari al 18 % del capitale sociale di P s.p.a. (di seguito "P" o la società), società fondata nel 1965 da G R e specializzata nella <<fabbricazione, commercio, importazione ed esportazione di articoli di metalli preziosi, pietre preziose e semipreziose>> e nella lavorazione, anche per conto di terzi <<di oro e pietre preziose per oreficerie>> e titolare, tra gli altri, dei noti marchi " " e " ";
- la *governance* della società P, fino all'intervenuta cessione in data del 5.07.2013 della partecipazione di controllo, è stata condotta dalla *holding* R s.p.a. di G R, attraverso una "gestione senz'altro fruttuosa, ma del tutto solitaria", senza alcun coinvolgimento nelle scelte gestorie del socio di minoranza;
- la gestione della società P, in un primo tempo caratterizzata da una sorta di "dittatura illuminata e rispettosa ad opera di R e dei suoi amministratori di fiducia" sarebbe successivamente mutata in un "*più spregiudicato esercizio del controllo: il quale si è sempre più caratterizzato per essere (oltre che - come sempre solitario, stavolta) prepotente e poco in linea con i principi di correttezza e buona fede*" per mancanza di adeguate informazioni delle politiche gestorie della società;
- in particolare la violazione da parte di R delle norme a tutela del diritto "di consultazione ed informazione" dei soci, volte a tutelare l'investimento del socio di minoranza, si sarebbe verificata proprio in occasione del trasferimento al gruppo K (per il tramite della società Holding s.a.s.) della sua partecipazione di maggioranza in P, decisione che - a dire dell'attrice -

pagina 2 di 18



Sentenza n. 8902/2015 pubbl. il 21/07/2015
RG n.

Repert. n.

sarebbe stata assunta da R senza informare in alcun modo C circa lo svolgimento delle trattative condotte con K e circa i termini di un possibile accordo, con conseguente “assoluta incertezza” per il socio di minoranza in ordine “alla possibile sorte della propria partecipazione”: delle trattative tra R ed il gruppo K per l'acquisizione del pacchetto di controllo azionario di P, C sarebbe venuta a conoscenza solo in data 24.4.2013 e solo per il tramite della stampa nazionale¹;

- pertanto nel corso dell'assemblea del **20.5.2013**, convocata per l'approvazione del bilancio del 2012, C avrebbe richiesto informazioni sull'operazione di cui aveva appreso dagli organi di stampa, avrebbe segnalato la possibile attivazione del proprio diritto di recesso, previa richiesta di determinazione del valore di liquidazione delle azioni, ed avrebbe, inoltre, ribadito la richiesta di essere tempestivamente informata dell'eventuale perfezionamento dell'operazione;
- con lettera del 6.6.2013 l'allora Presidente del CdA di P – in risposta ad una ad una missiva di C del 22.5.2013 contenente richiesta di informazioni - avrebbe specificato che le trattative non erano ancora state concluse ed erano al vaglio dell'autorità *antitrust*, e che appena la stessa fosse stata perfezionata sarebbero state comunicate le relative informazioni;
- in realtà non sarebbe pervenuta più alcuna informazione sino alla convocazione della successiva assemblea fissata per il 02.07.2013 (all'esito delle rassegnate dimissioni del CdA in carica) ove da parte del vecchio socio di maggioranza, in vista del perfezionamento della suddetta cessione delle proprie azioni, sarebbe stata “brutalmente” proposta la nomina di nuovi consiglieri e sindaci, nomina in ordine alla quale Comitalia esprimeva parere negativo “stigmatizzando” il fatto di non essere stata previamente consultata e sottolineando “come un simile comportamento non fosse da ritenere in linea con una moderna condivisione degli affari societari con la correttezza nei rapporti tra soci”;
- il perfezionamento dell'accordo di cessione tra R e il gruppo K tramite la girata azionaria in favore della Holding s.a.s. sarebbe avvenuto il 05.07.2013 e solo *ex post*, il 24.07.2013, ne sarebbe stata data notizia per iscritto alla C; in tale comunicazione si sarebbe precisato, inoltre, che nel mese di settembre sarebbe stata valutata l'eventuale richiesta di esercizio del diritto di recesso del socio di minoranza;
- C, ritenendo a questo punto maturato il suo diritto di recesso² aveva intimato alla società di comunicarle entro il 30.7.2013 la valutazione della quota di liquidazione spettante al socio di minoranza ai sensi dell'art.2497-*quater* cc., e, con lettera del 3.17.2013, aveva dichiarato di recedere per n. 100.000 azioni ordinarie, pari all'1% del capitale sociale di P, essendo costretta ad esercitare il proprio diritto di recesso in misura solo parziale, essendo “comunque di suo interesse fruire almeno in minima parte della possibilità di disinvestimento occasionata dalla situazione considerata dall'articolo 2497 *quater* lett.c, e allo stesso tempo non potendo rischiare di uscire dalla società a valori non congrui rispetto quelli attesi in assenza di qualunque informazione circa il valore attuale delle stesse”.

in diritto:

1. con riferimento alle domande sub 1), 2) e 3) (riguardanti il diritto di recesso) che:

- l'intervenuta cessione, in data 5.07.2013, della partecipazione di controllo di P, pari a circa l'81 % del capitale sociale, dall'originario socio R s.p.a. a Holding S.a.s.,

¹ sostiene l'attrice di non aver ricevuto “nessuna comunicazione realmente preventiva” dal socio di maggioranza, “in via riservata o ufficiale che fosse, né dell'esistenza di trattative circa una tale cessione...né, una volta perfezionate queste ultime, dei contenuti dell'accordo e dei tempi di esecuzione ed efficacia dello stesso”

² “con la richiamata cessione della quota R al gruppo K, risultante da dati per vero non seriamente contestabili e la notizia ora (finalmente) fornitaci circa tale evento, si sono senz'altro già integrati presupposti ai quali l'articolo 2437 *quater* comma primo lett.c) c.c. subordina il sorgere del diritto di recesso in capo al socio di società soggetta ad altrui direzione e coordinamento”



Sentenza n. 8902/2015 pubbl. il 21/07/2015
RG n.

Repert. n.

- (quest'ultima società appartenente al gruppo K ; P.P.R., multinazionale francese leader nel settore "lusso", che possiede numerosi marchi celebri come ecc.), ed il conseguente mutamento della società esercente l'attività di direzione e coordinamento su P, avrebbe di per sé determinato l'**alterazione delle condizioni di rischio** dell'investimento effettuato da C in P, cui sarebbe conseguito il suo diritto di recesso, ai sensi dell'art. 2497 quater, comma 1, lett. c) c.c.;
- tale alterazione delle condizioni di rischio - da intendersi secondo l'attore quale "mutamento delle condizioni di esercizio dell'impresa alla base della scelta del socio di entrare o rimanere in società", da valutarsi in "maniera prospettica", cioè nel senso che non è l'effettiva modifica delle condizioni di rischio dell'investimento a legittimare la pretesa dei soci di recedere, ma la ragionevole possibilità che tale modifica sia idonea a produrre tale risultato" - sarebbe nella specie rilevantissima e desumibile :
- i. dall'ingresso all'interno di un gruppo molto più ampio e di caratura internazionale ("uno dei più grandi gruppi al mondo operanti nel settore del lusso"§), con conseguente perdita per P del riferimento ad "un gruppo familiare italiano" e "dell'anima dell'azienda, R";
 - ii. dalla possibilità che il nuovo azionista di controllo della società decida di "perseguire il proposito di intensificare la crescita e l'espansione geografica della società" mediante investimenti (ed importanti aumenti di capitale) non affrontabili dal vecchio socio di maggioranza R, determinando di fatto per il socio i minoranza "la scomoda alternativa di dover decidere se affrontare proporzionatamente ingenti oneri economici (che mai sarebbero stati programmabili sotto la direzione di R), o se vedere altrimenti diluita la propria partecipazione sociale";
 - iii. dalla possibilità che quel medesimo programma di espansione "fosse per esempio perseguito attraverso un piano pluriennale che importi il costante reinvestimento degli utili conseguiti dalla società nella propria attività di impresa, evenienza che ... costringerebbe l'esponente a dover di fatto rinunciare alla redditività immediata del proprio investimento";
 - iv. dall'eventualità che "nell'ambito delle proprie strategie, K possa in futuro decidere di adottare politiche imprenditoriali intese a favorire alcune società controllate, a scapito degli interessi e delle aspettative della sola P";
2. con riferimento alla domanda sub 4) (abuso dell'attività di direzione e coordinamento da parte di R) che:
- C avrebbe subito un danno derivante dalla violazione da parte dell'ex socio di maggioranza R degli obblighi di corretta gestione ed in particolare delle regole di correttezza e buona fede ex artt. 1175 e 1375 c.c., compiuta in occasione della programmazione e attuazione del trasferimento della propria partecipazione di controllo per non aver offerto nessuna comunicazione al socio di minoranza, neppure in occasione del perfezionamento della girata delle azioni in favore del gruppo francese, dell'operazione in corso; il danno derivante da questa violazione sarebbe anzitutto pari agli interessi sul valore di liquidazione delle azioni per le quali è già stato esercitato il recesso (parziale appunto) maturati dal momento in cui si erano realizzati i presupposti del recesso stesso ex art. 2497-quater cc, dunque - in tesi - già da aprile 2013 (da quando cioè la società P era dichiaratamente diretta e coordinata dal gruppo K ed aveva invero modificato il suo CdA)
- il mancato coinvolgimento di C in merito ai termini ed alle condizioni dell'accordo di cessione intercorso tra R ed il gruppo K; inoltre, avrebbe costretto C ad esercitare il diritto di recesso in modo solo parziale - stante l'indisponibilità di qualsivoglia informazione in ordine al valore delle azioni oggetto del preteso diritto di recesso, ed il rischio

pagina 4 di 18

Firmato Da: RIVA CRUGNOLA ELENA MARIA MEROPE Emesso Da: INFOCERT FIRMA QUALIFICATA 2 Serial#: 7b626 - Firmato Da: PRIMAVERA ROBERTO Emesso Da: POSTECOM CA3 Serial#: 98684
Firmato Da: DAL MORO ALESSANDRA Emesso Da: POSTECOM CA3 Serial#: c5483



Sentenza n. 8902/2015 pubbl. il 21/07/2015

RG n.

Repert. n.

che (data l'ambigua formula di legge) si potesse ritenere che il termine di trenta giorni per l'esercizio del diritto di recesso cominciasse, comunque, a decorrere a pena di decadenza dal momento in cui P ha trasmesso a C la comunicazione dell'avvenuto trasferimento del controllo; il danno da ciò derivato (qualora si ritenesse non sospeso il termine per il recesso nelle more del giudizio e, quindi, C decaduta dalla relativa possibilità di esercizio) sarebbe almeno pari alla differenza tra l'importo che l'attrice avrebbe potuto ottenere attraverso il recesso integrale dalla società, ed il valore che la propria partecipazione oggi avrebbe nel contesto di una libera transazione di mercato.

*

2. Le difese dei convenuti

P s.p.a.,

premessi **in fatto** che:

- ✓ C sarebbe una società fiduciaria riconducibile alla famiglia D ;
- ✓ la famiglia D nel 2002 avrebbe acquistato la quota di minoranza delle azioni di P all'insaputa e senza il gradimento del socio fondatore R che si sarebbe "trovato in casa" uno dei principali concorrenti;

ha domandando il rigetto delle domande attoree deducendo **in fatto** :

- in primis la insussistenza dei presupposti, richiesti dalla norma di cui all'articolo 2497-*quater*, comma 1, lett. c) c.c., per l'esercizio del diritto di recesso del socio di minoranza;
- l'infondatezza della censura mossa dall'attrice all' "esclusione" che la stessa, quale socio di minoranza, avrebbe subito:
 - sia con riguardo a qualsiasi decisione riguardante l'attività della società (atteso che le scelte operative e di gestione sono di esclusivo appannaggio dell'organo amministrativo);
 - sia con riguardo alla scelta gestoria di procedere alla cessione della quota di controllo, che sarebbe stata comunicata³ nel rispetto dei principi di correttezza e buona fede, pur avendo riguardo alla riservatezza e "sensibilità" delle stesse;
- che la R si sarebbe addirittura prodigata per intercedere presso K ; affinché quest'ultima si impegnasse con una congrua offerta vincolante all'acquisto delle quote di C , offerta che sarebbe stata dalla stessa rifiutata.

in **diritto** :

- **che non si è verificata la condizione positiva** per l'esercizio del recesso del socio di minoranza prevista dall'art 2497-*quater*, comma 1, lett c) c.c., ossia la circostanza che, per effetto dell'inizio o della cessazione dell'attività di direzione e coordinamento, sia conseguita "un'alterazione delle condizioni di rischio" dell'investimento del socio, in quanto:
 - a) detta "alterazione" dovrebbe ravvisarsi in caso di modificazione (in *pejus*) del valore della partecipazione connessa all'inizio e alla cessazione dell'attività di direzione e coordinamento, e non già semplicemente per il fatto che si verifichi un "change of control" o un mutamento dell'esercizio delle condizioni di impresa che sono state alla base della decisione del socio di entrare e rimanere in società;
 - b) nella specie l'ingresso di P nel solido gruppo K , non avrebbe comportato modifiche *in pejus* bensì diversi vantaggi:
 - i. il godimento di sinergie di gruppo con facilitazione nell'accesso a contatti, servizi, know

³ come rilevato, altresì, dal collegio sindacale e dimostrato da conversazioni tra A M (AD P) e D



Sentenza n. 8902/2015 pubbl. il 21/07/2015

RG n.

Repert. n.

- how, contratti di *cash-pooling* con cui P avrebbe azzerato immediatamente la sua esposizione finanziaria;
- ii. il mantenimento della propria autonomia economica e commerciale, con riconferma dell'intero *management* al fine di mantenere la continuità gestionale;
 - iii. l'ulteriore espansione in senso internazionalistico del gruppo P ;
- peraltro tutti i *brand* acquisiti dal gruppo K , quali ad esempio , grazie al supporto finanziario della casa madre, si sono ampiamente sviluppati, onde sarebbe del tutto infondata l'affermazione dell'attrice secondo cui le politiche imprenditoriali di K sarebbero volte a favorire alcune società del gruppo a scapito di P ;
- c) non sarebbe stato neppure paventato un possibile aumento di capitale, onde il rischio di una diluizione del pacchetto azionario di C sarebbe del tutto pretestuoso;
- **che si era verificata, bensì, la condizione ostativa al diritto di recesso** del socio (prevista dalla medesima norma) costituita dalla ricezione da parte di C di un'*offerta vincolante* e per un *corrispettivo congruo*⁴ per la dismissione dell'intero pacchetto azionario in P , rifiutata da C ;
circostanza questa, peraltro, che sarebbe stata maliziosamente taciuta dall'attrice in atto di citazione.
- a) la *congruità del prezzo* dell'opzione sarebbe desumibile:
- da quanto affermato dal collegio sindacale in assemblea il 20.5.2013 (*"si conferma che una forchetta di prezzo compreso tra il 19 e 20 euro per azione è da ritenersi congrua, come già evidenziato nel CDA del 25.6.2012, valutazione corroborata da colloqui informali intrattenuti con la banca d'affari "*);
 - dalla relazione di stima del 2.12.2012 effettuata dal Prof. in qualità di esperto nominato dal CDA di P ;
 - dal fatto che si tratta di prezzo non significativamente differente rispetto a quello determinabile secondo i criteri dell'art 2437-quater c.c.

*

R s.p.a., ha, a sua volta, domandando il rigetto della domanda svolta nei suoi confronti e, in ragione della asserita pretestuosità dell'azione, ha proposto specifica domanda di condanna dell'attrice ai sensi dell'art. 96 comma 3 c.p.c..

In particolare quanto all'insussistenza diritto di recesso ha sottolineato :

- ✓ i vantaggi relativi al passaggio del controllo della società al gruppo francese K ;
- ✓ il rifiuto di C dell'offerta di acquisto dell'intero pacchetto azionario in P a prezzo congruo formulata da K ;

Quanto alla correttezza del comportamento di P e proprio nei confronti di C ha dedotto :

⁴ Sul punto P ha dedotto:

- a) il 21.6.2013 K avrebbe rivolto a C *"un'offerta vincolante ai sensi dell'art 1329 c.c. e sospensivamente condizionata"* all'avvenuto acquisto da parte di K del pacchetto di controllo di P di titolarità di R ; il diritto d'opzione derivante dall'offerta sarebbe stato esercitabile sino al 28.6.2013, ad un prezzo totale di *36 milioni di euro* (20,00 euro per ciascuna delle 1.800.000 azioni costituenti il pacchetto di C in P);
- b) tale proposta sarebbe stata ampiamente discussa in data 13.06.2013 dal dott. D e da K per mezzo del suo *advisor* () e del suo direttore finanziario;

pagina 6 di 18

Firmato Da: RIVA CRUGNOLA ELENA MARIA MEROPE Emesso Da: INFOCERT FIRMA QUALIFICATA 2 Serial#: 7b626 - Firmato Da: PRIMAVERA ROBERTO Emesso Da: POSTECOM CA3 Serial#: 98684
Firmato Da: DAL MORO ALESSANDRA Emesso Da: POSTECOM CA3 Serial#: c5483



Sentenza n. 8902/2015 pubbl. il 21/07/2015
RG n. _____

Repert. n. _____

- ✓ che la condivisione di scelte imprenditoriali e strategiche, oltre a non essere dovuta, avrebbe altresì significato rivelare informazioni preziose al principale concorrente di P _____;
- ✓ con specifico riguardo all'operazione di cessione del pacchetto di maggioranza, poi, non sarebbe configurabile un obbligo di rendere dettagliatamente edotto il socio di minoranza di tutte le trattative o le clausole del contratto di acquisto riguardo alle quali i vi sarebbe un legittimo interesse a mantenere il riserbo
- ✓ l'adeguatezza, comunque, dell'informativa fornita da P _____ e R _____ a C _____ in ordine alle prospettive di cessione della partecipazione, come dimostrerebbero:
 - i. i molteplici previ contatti tra A _____ M _____ (AD di R _____ e di P _____) e G _____ D _____ (dopo peraltro che era fallito il tentativo di D _____ di vendere il proprio pacchetto azionario in P _____ detenuto per il tramite di S _____ I _____ SA a R _____);⁵
 - ii. dal fatto che era noto a D _____ che R _____ valutasse la dismissione delle proprie partecipazioni per far fronte alle difficoltà della congiuntura economica: di tale intento D _____ era stato espressamente informato con lettera il 31.1.2013⁶ di talché sarebbe pretestuosa la presunta conoscenza *ex post* (da indiscrezioni della stampa) dell'intenzione di R _____ di cedere la partecipazione di controllo;
 - iii. il fatto che il 6.6.2013 il presidente del CDA di P _____, dott. F _____ C _____, aveva dato compiuta informazione dello stato dei fatti: "*non risulta che si sia già perfezionata la prevista cessione del pacchetto azionario da parte di R _____ la suddetta operazione di cessione è in fase di verifica delle competenti autorità antitrust*" (doc. 5);
 - iv. la proposta irrevocabile sino al 28.6.2013 di acquisto dell'intero pacchetto azionario di C _____ al prezzo di 36 milioni di euro (pari a 20,00 euro per ogni azione), formulata da K _____⁷ (che peraltro renderebbe, a sua volta, insussistente il diritto di recesso di C _____ e legittimo il diniego in proposito deliberato dal CDA di P _____ il 11.12.2013).

Quanto al danno che l'attrice avrebbe asseritamente subito per effetto dell'esercizio solo parziale del recesso a causa dell'assenza di valutazione delle proprie partecipazioni, ha sottolineato l'assenza di nesso eziologico tra la condotta ed il danno lamentato (stante il fatto che la scelta compiuta non sarebbe stata coartata, ma frutto di valutazioni di opportunità).

*

Holding SAS - società francese facente parte del gruppo K _____, acquirente delle partecipazioni pari a circa l'81% dell'intero capitale sociale di P _____ ceduta R _____ - è intervenuta in giudizio ed ha eccepito:

- l'insussistenza del diritto di recesso *ex art. 2497 quater lett. c) c.c.* in capo a C _____, atteso che:
 - a) il mutamento della società di controllo non avrebbe inciso negativamente sull'investimento del socio di minoranza in termini di *rischio*, in considerazione dei seguenti elementi:
 - assenza di modifiche all'assetto societario e delle dinamiche endosociali (es. mantenimento dello stesso *management* con conferma di M _____ nel ruolo di amministratore delegato);
 - persistenza del precedente assetto azionario e dei diritti del socio di minoranza (la capacità di

⁵ Damiani avrebbe cercato inutilmente di vendere il pacchetto di minoranza detenuto in F _____ anche servendosi di un advisor come _____, e solo all'esito avrebbe cercato di venderlo alla stessa R _____, senza però trovare un accordo stante che l'ultima offerta di R _____ era stata rifiutata da D _____ alla fine novembre 2012 (doc. 2 R _____).

⁶ doc. 3, ove si legge: "R _____ sta valutando alcune opzioni strategiche in merito ad un possibile riassetto dell'azionariato",

⁷ in data 21.6.2013, K _____ avrebbe rivolto a C _____ un'offerta vincolante per l'acquisto dell'intero pacchetto azionario dell'attrice in Pomellato; i termini dell'offerta sarebbero stati ampiamente discussi da D _____ e da M _____ telefonicamente ed in seguito sarebbero stati oggetto in un incontro preliminare tra D _____ e K _____, nelle persone del suo direttore finanziario e del suo advisor, _____; la congruità del prezzo sarebbe stata confermata dal collegio sindacale, dalla banca d'affari _____;



Sentenza n. 8902/2015 pubbl. il 21/07/2015
RG n. _____

Repert. n. _____

C _____ di influire sulle delibere assembleari non sarebbe stata modificata, posto che il 10% del capitale sociale posseduto da C _____ non le aveva mai garantito né diritti di veto, né diritto di esprimere amministratori o promuovere l'azione di responsabilità ex art.2393 bis c.c.);
- assenza di modifiche dell'oggetto dell'attività d'impresa e delle concrete modalità di realizzazione dell'oggetto sociale, avendo K _____ recepito il *business plan* elaborato da P _____ e la vocazione internazionale della società orientata allo sviluppo dei negozi monomarca;
- persistenza, quindi, delle condizioni che avevano determinato l'investimento della famiglia D _____ in P _____, essendo la sinergia con K _____ tutt'altro che svantaggiosa, non esercitando la stessa attività in concorrenza, ma complementare rispetto a quella di P _____ ;

- b) in data 21.06.2013 il gruppo K _____ aveva rivolto a C _____ una prima opzione d'acquisto avente ad oggetto l'intero pacchetto azionario dalla stessa posseduto per un corrispettivo di 36 milioni di euro (proposta sospensivamente condizionata all'acquisto da parte di K _____ della partecipazione di R _____) a cui C _____ non avrebbe dato alcun riscontro; a seguito della notifica dell'atto di citazione, il 20.01.2014, _____ Holding s.a.s. aveva formulato una nuova proposta irrevocabile di acquisto, esercitabile sino al 24.2.2014, allo stesso prezzo della precedente, lasciando a C _____ la scelta circa l'accettazione dell'offerta per l'intera partecipazione ovvero solo per l'1%, ossia la partecipazione per la quale C _____ avrebbe esercitato il diritto di recesso; anche questa offerta non sarebbe stata riscontrata da parte di C _____ .

* * *

3. Motivi della decisione

La controversia riguarda la sussistenza del diritto di recesso che il socio di minoranza della P _____ spa pretende aver maturato in ragione del cambio di controllo della società stessa avvenuto per effetto della cessione del pacchetto di maggioranza intervenuta il 5 luglio 2013 da parte di R _____ spa in favore di _____ Holding (l'insussistenza del diritto di recesso vantato dall'attrice assorbirebbe, infatti, qualunque prospettiva di danno, tanto in termini di interessi per esercizio tardivo della recesso parziale effettivamente esercitato da C _____ , quanto in termini di mancato recesso per la restante parte del pacchetto detenuto).

La decisione, quindi, implica anzitutto la valutazione della sussistenza o meno nella specie delle condizioni legittimanti l'esercizio del diritto di recesso secondo il disposto di cui all'art. 2497 quater lett. c) c.c.) e, segnatamente, stanti i temi dell'ampio e articolato contraddittorio,:

- la sussistenza della condizione *positiva*, rappresentata dalla alterazione delle condizioni di rischio di investimento determinata dal mutamento del socio di maggioranza;
- la sussistenza della condizione *ostativa* al recesso rappresentata dalla formulazione di un'offerta vincolante d'acquisto, e, in caso di accertamento positivo, della idoneità di tale a proposta (sotto il profilo del suo contenuto).

3.1. Sull'alterazione delle condizioni di rischio dell'investimento di C. _____ s.p.a.

Considerata la delicatezza della questione attinente alla sussistenza del primo presupposto, il Collegio ritiene opportuno premettere alcune considerazioni sulla portata della disposizione legittimante il diritto di recesso del socio di minoranza di società eterodiretta, onde orientarsi nella decisione del caso in esame.

- I. Secondo la stessa previsione dell'art. 2497 quater lett. c) c.c. l'inizio e la cessazione di un'attività

pagina 8 di 18

Firmato Da: RIVA CRUGNOLA ELENA MARIA MEROPE Emesso Da: INFOCERT FIRMA QUALIFICATA 2 Serial#: 7b626 - Firmato Da: PRIMAVERA ROBERTO Emesso Da: POSTECOM CA3 Serial#: 98684
Firmato Da: DAL MORO ALESSANDRA Emesso Da: POSTECOM CA3 Serial#: c5483



Sentenza n. 8902/2015 pubbl. il 21/07/2015
RG n.

Repert. n.

di direzione e coordinamento - così come il "cambio" del controllo (*recnus aei* soggetto esercente l'attività di direzione e coordinamento) - assumono rilievo ai fini del riconoscimento del diritto alla liquidazione della quota sociale unicamente nella misura in cui detti fatti possano in concreto comportare una *modifica in senso deteriore delle condizioni di rischio di investimento* sussistenti prima dell'evento considerato dalla norma, così dovendosi intendere - in linea con l'orientamento dottrinale prevalente - il concetto di "alterazione":

- a. in tal senso convincono tanto un **elemento letterale**: il legislatore, infatti, ha utilizzato all'art. 2497 quater, co. 1, lett. "c" l'espressione "*alterazione ... delle condizioni rischio*" in senso chiaramente peggiorativo (sia pure relativamente alle aspettative che avevano orientato quel socio ad un certo investimento), poiché quando ha voluto dare rilievo a una "qualsiasi" modifica, ha utilizzato una diversa (e appropriata) terminologia: come avvenuto alla lettera "a" del medesimo articolo che si riferisce a un "*mutamento*" dello scopo sociale e a una "*modifica*" dell'oggetto sociale che "*alterino*" (appunto) "*in modo sensibile e diretto le condizioni economiche e patrimoniali della società*" ove con "*alterino*" è ragionevole pensare il legislatore abbia inteso "peggiorino", poiché ove le condizioni economiche e patrimoniali della società migliorassero o restassero invariate non si comprende quale protezione sarebbe necessario accordare (con il diritto di exit) al socio di minoranza, a fronte di scelte strategiche legittime della maggioranza;
- b. quanto un **elemento sistematico**: la *ratio* della previsione si rinviene infatti nell'esigenza di *tutelare* l'interesse al disinvestimento del socio di minoranza rispetto agli effetti anche solo potenzialmente pregiudizievole di operazioni decise dalla maggioranza; poiché un'esigenza di *tutela*, per definizione non può che sorgere a fronte di un possibile pregiudizio, appare corretto concludere che detta specifica tutela andrà riconosciuta al socio di minoranza a fronte di un (possibile) *deterioramento della sua posizione*, quindi in corrispondenza di modifiche (ingresso o uscita da un gruppo o cambio del soggetto che esercita la direzione e il coordinamento) che siano idonee a produrre una simile deterioramento in quanto, caso per caso, appaiano incidere su quegli elementi che -ragionevolmente- hanno inciso nella scelta originaria di destinare la ricchezza in una determinata direzione e di mantenervela sino al termine di durata della società; in questo senso la norma sembra introdurre una tutela "preventiva" a fronte di obiettivi segnali che prospettino quel deterioramento delle condizioni di investimento che, ex post - tradottisi in un danno alla redditività e al valore della partecipazione - gli darebbero diritto ex art. 2497 c.c. al risarcimento; una tutela, quindi, per così dire "reale", e perciò dotata di maggior effettività;
- c. non si tratta quindi - come emerge dallo stesso parere *pro veritate* prodotto in causa - di una norma volta a consentire al socio di minoranza in presenza di determinate operazioni di *negoziare* quella quota che fisiologicamente difficilmente trova "mercato", e, quindi, a offrirgli in un certo senso un "occasione vantaggiosa di disinvestimento"; siffatte intenzioni avrebbero richiesto ben altre esplicite disposizioni⁸.

In caso di contestazione, è colui che assume di aver maturato tale diritto, evidentemente, a dover dimostrare che si sono verificate siffatte "modifiche".

Ed è proprio con riguardo a questo onere della prova che si misura la delicatezza dell'interpretazione in concreto del presupposto costitutivo dell' "*alterazione delle condizioni di rischio*", poiché, da un lato, essa potrebbe essere così restrittiva da compromettere la tutela che la norma intende assicurare,

⁸ Come quelle del T.U.F., che si propongono di correggere le disfunzioni provocate dalla "separazione" fra proprietà e controllo, bilanciando l'interesse alla contendibilità della società con i diritti dei soci meri investitori cui permettono loro di uscire a fronte del cambio del controllo condividendo il "premio di maggioranza" onde recuperare quel minor valore che la loro azione sconterebbe per non partecipare del controllo della società.

Sentenza n. 8902/2015 pubbl. il 21/07/2015
RG n.

Repert. n.

dall'altro, potrebbe finire per non tenere in adeguata considerazione i contrapposti interessi, meritevoli di tutela, che senz'altro il legislatore ha tenuto presente quando ha subordinato lo strumento di tutela accordato (il diritto di recesso, di interrompere cioè anticipatamente il rapporto sociale ed ottenere la restituzione di un conferimento astrattamente destinato a restare a disposizione della società fino al termine originariamente convenuto nel contratto sociale) alla presenza di taluni presupposti⁹: interessi quali la continuità dell'impresa e la tutela dei creditori sociali, dato che lo scioglimento anticipato del rapporto sottrae ricchezza alla singola impresa e con essa al sistema economico

In definitiva nell'approcciare siffatti casi deve tenersi conto del fatto che la norma non ha inteso concedere al socio di minoranza - in caso di inizio o fine o mutamento di un'attività di eterodirezione - un diritto di exit, *tout court*, una possibilità di guadagno, che addirittura permetta anche al socio di minoranza di godere dei vantaggi che il socio di maggioranza può negoziare - in termini di valorizzazione del pacchetto di controllo - con il terzo acquirente (prospettiva che sembra, invece, aver ispirato nella fattispecie la condotta di C); bensì ha semplicemente inteso fare in modo che dalle scelte strategiche legittime del socio di maggioranza, il socio di minoranza non tragga pregiudizio.

*

Il **caso di specie** offre una rappresentazione emblematica della complessità della fattispecie normativa in discussione: un socio - detentore del 18% del capitale - che ha, peraltro, cercato inutilmente di collocare in modo soddisfacente sul mercato la sua partecipazione fino a pochissimo tempo prima del cambio di controllo di cui si duole, rivendica la sussistenza delle condizioni (alterazione del rischio) che gli attribuirebbero il diritto di recedere dalla società, a condizioni di prezzo calibrate sul prezzo negoziato dal socio di maggioranza.

Si tratta di verificare se nel caso concreto sia stato compiutamente dimostrato che per effetto del cambio del soggetto esercente la direzione e il coordinamento si è prodotto un sostanziale deterioramento della posizione del socio; e ciò certamente sulla base, come sostiene l'attrice, di un giudizio anche di carattere "prognostico", che sappia valorizzare adeguatamente concreti indici presuntivi, ma che, tuttavia, non può ridursi ad ipotesi "pessimistiche", non suffragate da dati oggettivi e non controvertibili.

In questa prospettiva, in generale, si osserva :

- a seguito dell'acquisto di una partecipazione sociale, il socio coltiva una aspettativa agli utili e un diritto alla quota positiva di liquidazione, esponendosi al contempo, al rischio di non ricevere né l'uno - per svariate ragioni - né l'altro (nel caso la liquidazione non lasci margini positivi) ;
- in linea di principio, quindi, si dovrebbero ritenere "alterate" le condizioni di *rischio* dell'investimento allorché si ravvisi che l'ingresso o l'uscita dal gruppo - o il cambio della società esercente l'attività di direzione e coordinamento - abbia determinato o rischi in concreto di determinare un impatto negativo sull'equilibrio patrimoniale e finanziario della società e/o, sul valore della partecipazione, e/o sulle prospettive reddituali della società eterodiretta, e di conseguenza, sulle aspettative reddituali che il socio nutra prima di questo cambiamento.

Ciò detto, il Collegio reputa che nella fattispecie posta alla sua attenzione C (alias S I S.A., società lussemburghese di proprietà della famiglia D) non abbia dato dimostrazione del proprio assunto:

⁹ che non si tratti società quotata; che dal mutamento del soggetto esercente il controllo derivi una alterazione delle condizioni di rischio; che non sia stata una possibilità alternativa di disinvestimento.



Sentenza n. 8902/2015 pubbl. il 21/07/2015

RG n.

Repert. n.

- la circostanza per cui, a seguito del trasferimento della partecipazione a Holding, P *“ha smesso di essere il centro di riferimento di un gruppo familiare italiano (...) ed è divenuta parte integrante di un grande gruppo multinazionale operante in differenti settori”* risulta, in sé, *inconferente* rispetto all’onere probatorio come sopra chiarito, poiché non vi è alcun indice che, in concreto, permetta di affermare che il mutamento del “contesto” di riferimento abbia inciso o possa incidere negativamente sull’attività d’impresa; anzi:
 - a fronte dell’ingresso nel Gruppo K , P ha mantenuto invariata l’originaria struttura nell’ambito del mercato dei gioielli, vedendo, però, al contempo implementata la (già sussistente) vocazione internazionale dell’azienda, in un’ottica di sviluppo dei negozi monomarca nel mondo;
 - ed ha mantenuto l’originaria architettura degli organi di gestione e di controllo e la conferma dello stesso *management* (nel ruolo di amministratore delegato), elementi sintomatici di una sostanziale continuità nella gestione aziendale, e nel *business plan*, inidonea a fondare un giudizio di “prevedibilità” in ordine al peggioramento delle condizioni di investimento del socio C ;
 - anche la posizione di C all’interno di P è rimasta del tutto invariata: è rimasta unico socio di minoranza, che ha mantenuto la stessa percentuale del capitale sociale, cui, come prima, non è collegato - né per legge né per patti statutari o parasociali - alcun diritto relativo alla *governance* di P o di interferenza nelle scelte di gestione;
- la preoccupazione di C per cui *“nell’ambito delle proprie strategie”* K potrebbe in futuro anche decidere di adottare *“politiche imprenditoriali intese a favorire alcune società controllate, a scapito degli interessi e delle aspettative della sola P ”* risulta del tutto ipotetica e sfornita di qualsiasi riscontro probatorio anche solo presuntivo, essendo pacifico (non contestato) che tutti i *brand* acquisiti dal gruppo K , quali ad esempio , grazie al supporto finanziario della casa madre, si sono ampiamente sviluppati, e che nessuno è concorrente diretto di P (come invece lo è D.);
- altrettanto deve dirsi per la preoccupazione *“che il nuovo azionista della società possa in ipotesi (...) decidere di attuare investimenti (...) ed importanti operazioni di aumento del capitale sociale”*: da un lato, si tratta di una preoccupazione del tutto ipotetica e non ancorata ad alcun elemento o segnale concreto che ne confermi l’attendibilità; dall’altro va osservato che si tratta di una astratta possibilità che si sarebbe potuta verificare anche in assenza del mutamento del socio di controllo, qualora, per esempio, la necessità di far fronte alle difficoltà della congiuntura economica fosse sfociata, anziché nella vendita del pacchetto di controllo, nell’ingresso di un socio forte, “finanziatore”;
del tutto inconferente, poi, rispetto al timore dell’attrice di essere costretta a nuovi esborsi onde tutelare il valore del proprio investimento, è il richiamo (in memoria 183 VI n. 2 c.p.c.) al fatto che il CdA di P abbia proceduto a richiamare i decimi residui del valore nominale sottoscritti da C ma non ancora versati, atteso che detto versamento attiene semplicemente ad un **risalente debito** di C , frutto di un’obbligazione sorta già con la sottoscrizione;
- del tutto infondata, poi, appare la deduzione per cui la stipulazione di un contratto di *cash pooling* di P con la società “tesoriera” del Gruppo, costituirebbe uno svantaggio per la società in quanto comporterebbe *“una diminuzione degli spazi di autonomia dei quali essa precedentemente godeva”*: è, infatti, evidente che detta scelta, lungi da comportare svantaggi, crea indubbi vantaggi per la società, che, grazie alla c.d. funzione di tesoreria accentrata, può fare affidamento sulla possibilità di finanziarsi in misura maggiore e ad un costo inferiore (tanto da avere azzerato, com’è affermato in causa e non contestato, immediatamente la sua esposizione finanziaria nei confronti delle banche e ridotto in modo significativo gli oneri finanziari);

pagina 11 di 18

Firmato Da: RIVA CRUGNOLA ELENA MARIA MEROPE Emesso Da: INFOCERT FIRMA QUALIFICATA 2 Serial#: 7b626 - Firmato Da: PRIMAVERA ROBERTO Emesso Da: POSTECOM CA3 Serial#: 98684
Firmato Da: DAL MORO ALESSANDRA Emesso Da: POSTECOM CA3 Serial#: c5483



Sentenza n. 8902/2015 pubbl. il 21/07/2015
RG n.

Repert. n.

- anche la preoccupazione che la nuova società controllante persegua (...) *u costante reinvestimento degli utili* con conseguente perdita per C della “reddittività immediata del proprio investimento, appare solo teorica: se la deduzione in fatto per cui P avrebbe “*smesso di distribuire i dividendi*” in quanto avrebbe intenzione di “*trattenere il profitto generato per destinarlo a una logica di reinvestimento all'interno del gruppo*” (cfr. comparsa conclusionale di C, pag. 21) non è neppure ammissibile poiché allegata per la prima volta in comparsa conclusionale – come controparte non ha mancato di eccepire¹⁰, si può comunque osservare:
 - anzitutto, come sottolinea P, che si tratta di affermazione contraddittoria, in quanto se realmente la controllante K avesse voluto “*dedicare maggiori energie ed investimenti a uno [degli altri brand da essa detenuti] a discapito di P o peggio distrarre risorse, idee e opportunità da P per indirizzarle ad altri brand*” – come sostiene controparte (cfr. pag. 20, comparsa conclusionale) – K avrebbe deliberato proprio la distribuzione degli utili di P, in modo da poter destinare le risorse rinvenute dall’attività di quest’ultima a vantaggio di altre società del gruppo;
 - il reinvestimento degli utili conseguiti dalla società per sviluppare e potenziare nuove iniziative imprenditoriali (anche facenti capo alle sue controllate) è, una scelta gestionale, da un lato, che va a beneficio anche del socio di minoranza, nell’ottica di incremento del valore della sua partecipazione; dall’altro del tutto fisiologica, specialmente in una congiuntura economica notoriamente recessiva, e nulla esclude che potesse essere assunta a prescindere dal cambio del controllo;
 - il rischio che C sembra paventare di trovarsi “prigioniero” quale socio di minoranza di una società che reputasse necessario per un certo tempo perseguire una strategia di reinvestimento egli utili (o fosse a ciò costretta dalla congiuntura per mantenere un adeguato livello di patrimonializzazione anche in funzione dell’accesso al credito) era presente anche prima dell’ingresso di P nel Gruppo K (la stessa C /D. aveva cercato di disinvestire conferendo apposito mandato a e, stante l’insuccesso del tentativo di trovare un soggetto interessato sul mercato, si è rivolta a R con cui le trattative sono fallite in data 26 novembre 2012); del resto le modalità con cui il gruppo D è entrato in P, pur legittime, non hanno, certo, favorito al tempo la negoziazione di quelle clausole (*tag long*) che avrebbero assicurato il socio di minoranza nell’ipotesi un cui il socio di maggioranza avesse deciso di cedere la sua quota ad un terzo;
 - in ogni caso questo solo aspetto dell’alterazione delle condizioni del rischio nel caso concreto - anche per la necessaria contingenza di una siffatta possibile scelta gestionale che non potrebbe, se non integrando un classico caso di “abuso di maggioranza”, assumere connotazione di ingiustificata sistematicità - non potrebbe in sé sola offrire riscontro positivo del presupposto di complessiva alterazione in senso deteriore delle condizioni di rischio dell’investimento nel caso di specie: ove tutti gli altri indicatori esaminati offrono elementi di segno opposto, che portano, cioè, a ritenere che, con l’ingresso del Gruppo K le future prospettive di sviluppo di P siano migliorate, e che di conseguenza siano migliorate anche le condizioni di rischio dell’investimento di C /D.

In conclusione, il Collegio ritiene che il trasferimento della partecipazione maggioritaria della società P s.p.a. da R s.p.a. a Holding s.a.s. non abbia inciso negativamente sulle condizioni

¹⁰ così come è inammissibile la allegazione per cui l’utile netto della società avrebbe subito una considerevole riduzione a seguito dell’ingresso di K quale socio di controllo, quantunque smentita dalla P che ha dichiarato di aver conseguito un rilevante aumento dell’utile netto che è passato da 6,8 milioni di euro a oltre 10 milioni di Euro.



Sentenza n. 8902/2015 pubbl. il 21/07/2015

RG n. _____

Repert. n. _____

di rischio che caratterizzavano l'investimento del socio di minoranza C s.p.a. prima dell'ingresso di P nel gruppo né conseguentemente, che sia sorto in capo a C il preteso diritto di recesso.

Anche solo per tali ragioni, la domanda sub 1) di parte attrice deve essere rigettata.

*

3.2 Sulla proposta irrevocabile di acquisto formulata da Holding s.a.s.

Anche se la mancanza del presupposto di cui sopra assorbe ogni questione posta dalla domanda di C, si osserva che anche la **condizione ostativa** all'esercizio del diritto di recesso, prevista dall'art. 2947 quater lett. c) è **risultata** nella specie sussistere. Invero l'offerta di acquisto della partecipazione, anche se privata¹¹, esclude il diritto al recesso e alla liquidazione della partecipazione ogni qual volta rappresenti una valida alternativa di disinvestimento.

Parte attrice ha contestato: **a)** che vi sia stata una offerta vincolante; **b)** che questa offerta fosse idonea a escludere il recesso: i) in quanto non prevedeva la possibilità di acquisto *parziale* delle azioni; ii) in quanto il prezzo offerto non era congruo.

a) sul fatto che il Gruppo fece una proposta vincolante di acquisto.

Prescindendo da tutte le questioni – ampiamente dibattute ma irrilevanti – circa il fatto che R avesse o meno comunicato a C che stava valutando diverse opzioni strategiche circa il riassetto dell'azionariato onde far fronte al periodo di recessione economica e garantirsi prospettive di sviluppo¹², o dovesse o non dovesse comunicare al socio di minoranza i termini e i dettagli delle trattative che aveva in corso, rileva in proposito che:

- o in data 5.7.2013 è avvenuto il trasferimento della titolarità delle azioni P;
- o il 24.7.2013 il C.d.A di P ha informato C del perfezionamento del trasferimento della partecipazione di controllo;
- o il 31.7.2013 C ha dichiarato di esercitare il recesso per sole 100.000 azioni (pari all'1% del capitale posseduto);
- o il 2.8.2013 il dott. M comunicava al legale di C che il Cda riteneva esclusa ad una prima valutazione la sussistenza dei presupposti del recesso e ciò sia in considerazione della mancata alterazione delle condizioni di rischio, sia alla luce dell'offerta vincolante presentata da K (doc. 4 P);
- o il 6 agosto C ha notificato a P l'atto di citazione per far accertare la sussistenza del diritto di recesso.

Dunque è certo che il Gruppo K aveva sottoposto al dott. D per il tramite del proprio *advisor* (in due occasioni: in via preliminare il 13.6.2013 e quindi in via definitiva il

¹¹ Sebbene letteralmente l'art. 2497 quater lett. c) faccia riferimento alla "offerta pubblica di acquisto", in dottrina si ritiene comunemente che possa trattarsi anche di un'offerta privata d'acquisto, che garantisca al socio la possibilità di disinvestire a valori congrui. Nel caso di specie poi, essendoci un unico azionista di minoranza, non avrebbe in ogni caso avuto senso rendere pubblica l'offerta di acquisto.

¹² anche se è accertato che il dott. C è stato informato di persona in merito alla possibile futura cessione di P nel corso di quattro incontri: il primo in data 27 febbraio 2013 con il dott. M (a.d. di P), il secondo e il terzo, in data 13 e 21 giugno 2013, con il dott. P di (incaricata da K) e il quarto il 3.7.2013 direttamente con il dott. D di K stessa. E già prima (doc. 3 e 4 Ra.MO) il 4.3.2013 il dott. M AD di R e P scriveva al dott. C "mi ha fatto piacere vederti settimana scorsa per darti un aggiornamento sugli sviluppi relativi ai possibili riassetti strategici in P. La stampa è sempre molto superficiale nel dare indicazioni ed è meglio sentirsi di persona su questi temi più sensibili".

Repert. n. _____

21.6.2013) una proposta irrevocabile di acquisto dell'intera partecipazione azionaria detenuta da C /D in P , per un corrispettivo pari a 36 milioni di euro (doc. 3 P), offerta che, quantomeno, aveva senz'altro permesso se non all'attrice, mera fiduciaria, certamente al soggetto sostanzialmente interessato, di conoscere la valorizzazione delle azioni che K intendeva effettuare per l'ipotesi di recesso.

Il fatto che l'**esistenza** di una proposta d'acquisto datata 21.6.2013 (ed indirizzata a C , S I e G D), la **sua preliminare comunicazione** per il tramite dell'*advisor* al dott. D in data 13.6.2013 (fatto pacifico), **la sua successiva discussione** - tra il dott. G D e il dott. P per il 21.6.2013, e poi tra il dott. D: e il dirigente finanziario del Gruppo K , dott. D (fatto altrettanto pacifico) siano state del tutto sottaciute dall'attrice - che in atto di citazione non vi ha fatto cenno neppure per sostenere che essa non fosse, in effetti, un'offerta ai sensi di legge ma una "mera bozza", come, poi, sostenuto in replica - fa quanto meno apparire del tutto fuori luogo le disquisizioni sulla "lealtà" e l'assenza di "collaborazione" di controparte negli affari, e infondate le affermazioni circa il fatto che fino alla data del *closing* (5.7.2015) C , e per essa il suo Fiduciante, nulla sapessero delle trattative in corso e soprattutto nulla sapessero della valorizzazione delle proprie azioni nell'ipotesi di recesso.

Ciò nondimeno resta da stabilire se sia fondata la difesa di parte attrice, secondo la quale quella ricevuta dal dott. G D (a) costituirebbe una "mera bozza" (avente lo scopo di anticipare in via confidenziale una successiva offerta formale) da non potersi considerare "in concreto sostitutiva (e dunque, in diritto, impeditiva dell'attivarsi) della tutela assicurata dal diritto di recesso"; (b) tale "semplice bozza" sarebbe stata esibita e consegnata "in via confidenziale e riservata", da un rappresentante di , nella sua qualità di *advisor*, al dott. D , ma mai spedita formalmente alla società fiduciaria C s.p.a. (socio formale di P).

Ad avviso del Tribunale la difesa sul punto di C /D non convince:

- o anzitutto l'esame del documento prodotto - così come la documentazione di causa relativa al comportamento complessivamente tenuto dalle parti successivamente ¹³ - inducono a concludere che la scrittura del 21.06.2013, lungi dall'apparire come una "bozza", non può che essere interpretata come una **compiuta** proposta irrevocabile d'acquisto: essa, infatti:
 - è redatta su carta intestata del Gruppo K , è rivolta a C , a S e al dott. D ;
 - contiene tutti gli elementi essenziali di una proposta di acquisto e, segnatamente: le obbligazioni delle parti, il numero di azioni oggetto della cessione ed il prezzo di acquisto; il periodo di irrevocabilità dell'offerta (sino al 28.6.2013);
 - l'indicazione delle modalità di accettazione;
 - la sottoscrizione in calce e la siglatura in ogni pagina;
- o in secondo luogo, riesce davvero difficile comprendere - soprattutto in quell'ottica di buona fede, collaborazione e salvaguardia dell'interesse sostanziale della controparte di un contratto o di una trattativa che C /D dichiara di tenere in gran conto - come una siffatta "offerta d'acquisto" (come tale definita in "oggetto") completa sotto tutti i profili e sottoscritta, possa essere stata dall'*advisor* "consegnata", sì, ma solo "in via confidenziale e riservata" al soggetto che, in sostanza, era l'unico che poteva dire un "sì" o un "no", (atteso che, certo, il potere di accettare o rifiutare l'offerta non spettava a C , ma a S I ovvero, in ultima analisi al dott. D , che, di

¹³ cfr lettera di D al dott. D in data 30.8.2013 sub doc. 7 R : "il nostro consulente la ha incontrata inizialmente il 13 giugno 2013 per comprendere le sue intenzioni al riguardo, e poi il 21 giugno 2013 per presentare un'offerta vincolante alla quale per inciso non avete mai formalmente risposto".



Sentenza n. 8902/2015 pubbl. il 21/07/2015

RG n.

Repert. n.

- Sparkling era il legale rappresentante oltre che socio, e che ha discusso l'offerta con l'*advisor* di K e con K stessa per mezzo del sig. D);
- o onde appare ben più convincente la tesi di parte convenuta, per cui in un primo incontro "preliminare" (come afferma anche C) il 13 giugno 2013 il dott. P sondò l'interesse di D a disinvestire la partecipazione in P in occasione dell'ingresso del Gruppo K ; nel secondo incontro del 21.6.2013, data riportata anche nel documento, questo venne consegnato come proposta vincolante d'acquisto a colui che era il rappresentante del Fiduciante di C ;
 - o stante il silenzio seguito alla proposta il sig. D per K incontrò il 3.7.2013 il dott. D (fatto pacifico): C nega che detto incontro fosse stato richiesto per discutere dell'offerta pur non offrendo un'alternativa giustificazione del fatto che, scaduto il termine della proposta vincolante, il Direttore Finanziario del Gruppo avesse richiesto di incontrare il dott. D (ragionevole apparendo, altresì, che, come sostengono i convenuti, D intendesse manifestare a D la disponibilità a tener ferma la proposta, che, invero, venne ripetuta anche il 24.1.2014 - per l'intero pacchetto azionario ovvero solo per l'1% - e rifiutata, questa sì, formalmente da D stesso, che, quindi, se aveva il potere di rifiutare una offerta era evidentemente anche il soggetto realmente legittimato a riceverla);
 - o conferma, infine, la tesi dei convenuti circa la formulazione ufficiale di quest'offerta, il fatto che, subito dopo la dichiarazione di C a voler esercitare il recesso per 100.000 azioni, ovvero il 2.8.2013, il dott. M , AD di P , avesse scritto al legale di C per significargli che il Cda riteneva esclusa, ad una prima valutazione, la sussistenza dei presupposti, del recesso in considerazione non solo della mancata alterazione delle condizioni di rischio, ma anche alla luce dell'offerta vincolante presentata da K).

b) sul fatto che della proposta fosse idonea alternativa alla dismissione tramite recesso

Comitalia onde contestare, in subordine, l'idoneità della offerta consegnata il 21.6.2013 ha sostenuto che il prezzo di acquisto proposto (pari a 20 euro per azione, e quindi alla complessiva somma di 36.000.000 di euro) sarebbe stato "incongruo" (argomento che vale altresì con riguardo alla seconda proposta vincolante che K ha comunicato a C /D una volta ricevuta da P l'atto di citazione della presente causa) e che la proposta non prevedeva come avrebbe - in tesi-dovuto la possibilità di dimettere solo parte della partecipazione .

Si tratta, tuttavia, **sotto entrambi i profili** di una contestazione infondata avuto riguardo ai seguenti elementi:

- l'offerta di cui parla l'art. 2497 *quater* lett.c), è pacifico non debba essere necessariamente (specie nel caso in cui vi sia un solo azionista) un' "opa", essendo invece sufficiente si tratti di un' offerta "privata" (volontaria): (i) rivolta a tutti gli azionisti per la totalità dei loro titoli; (ii) per un prezzo equo, ossia un prezzo che non sia significativamente differente rispetto a quello determinabile in base ai criteri di cui all'art. 2437 *ter c.c.*;
- il prezzo d'acquisto pari ad euro 20 per azioni (indicato sia il 21 giugno 2013 sia il 20 gennaio dell'anno seguente) rappresentava il valore "più alto" tra quelli che il Collegio Sindacale aveva ritenuto di indicare come prezzo **congruo** pochi mesi prima quale corrispettivo per l'acquisto di una partecipazione di minoranza di un ex socio di P (il dott. F);
- C ha contestato tale prezzo sostanzialmente affermando che per valutare la congruità del corrispettivo offerto dal Gruppo K , quale "valore di mercato" (ex art. 2437 *ter*, co. 2, cod. civ.) non avrebbe dovuto essere considerato il prezzo (approvato dal Collegio Sindacale) di acquisto di una partecipazione di minoranza (che, come quella di C , non garantiva

pagina 15 di 18

Firmato Da: RIVA CRUGNOLA ELENA MARIA MEROPE Emesso Da: INFOCERT FIRMA QUALIFICATA 2 Serial#: 7b626 - Firmato Da: PRIMAVERA ROBERTO Emesso Da: POSTECOM CA3 Serial#: 98684
Firmato Da: DAL MORO ALESSANDRA Emesso Da: POSTECOM CA3 Serial#: c5483



Sentenza n. 8902/2015 pubbl. il 21/07/2015
RG n.

Repert. n.

- alcun particolare diritto), bensi il prezzo pagato dal Gruppo K per l'acquisto dell'81% del capitale sociale di P (ed è, invero, per questo che per gran parte del contraddittorio C si è lamentata del fatto che R non avesse condiviso il contenuto delle trattative in corso con K ed i termini dell'offerta ricevuta);
- ebbene - fermo restando che sulla congruità dell'offerta appaiono lineari e convincenti le argomentazioni con cui si è espresso il prof. nel parere espresso su richiesta di P all'indomani della dichiarazione di recesso fatta da C, e nella relativa integrazione volta a replicare al parere prodotto in causa sul punto dall'attrice - la contestazione in tali termini svolta da C è infondata:
 - se, come si è detto in premessa, è indubbio che la disciplina del diritto di recesso sia volta a tutelare i soci di minoranza, garantendo a questi ultimi - in presenza di determinate condizioni - la possibilità di cedere le proprie azioni ad un prezzo congruo, è altrettanto indubbio che essa non intende avvantaggiarli, come avverrebbe se garantisse un diritto di *exit* alle stesse condizioni della partecipazione di maggioranza o a condizioni calibrate sulla valorizzazione ottenuta dal socio di maggioranza;
 - la pretesa di assumere quale valore di riferimento per la determinazione del prezzo di recesso il corrispettivo pagato dal Gruppo K per l'acquisto di una partecipazione di controllo (influenzato da un considerevole "premio di maggioranza") non trova alcuna giustificazione nella norma invocata ed, anzi, pare in contrasto con una lettura sistematica, poiché il legislatore laddove ha inteso assicurare ai soci di minoranza il medesimo trattamento economico di cui beneficia il socio di maggioranza ha espressamente previsto una disposizione in tale senso, come nel caso dell'art. 106 del TUF in materia di offerte pubbliche di acquisto obbligatorie;
 - pertanto il riferimento al "valore di mercato" contenuto nell'art. 2437 *ter* cod. civ., è volto ad assicurare che il prezzo pagato - oltre a tener conto della "consistenza patrimoniale della società" e delle sue "prospettive reddituali" sia in linea con il prezzo che presumibilmente sarebbe disponibile a pagare un compratore terzo per quella *specifica partecipazione*; appare dunque conforme al dettato normativo (e alla *ratio* dell'art. 2437 *ter*) che il "valore di mercato" nel caso di specie sia stato determinato tenendo conto delle peculiari caratteristiche della società, della "qualità" della partecipazione oggetto di potenziale recesso (ossia, l'essere tale partecipazione rappresentativa di una minoranza azionaria) e delle cessioni che avevano interessato in tempi recenti altre partecipazioni di minoranza (peraltro la valutazione utilizzata per l'acquisto della partecipazione del dott. F - avallata dal Collegio Sindacale - era stata predisposta sulla base delle risultanze di un *advisor* di primo piano, quale);
 - infine l'offerta, onde essere "idonea", non doveva necessariamente contemplare la possibilità di una dismissione parziale, come pretende parte attrice, dovendo in effetti, per legge garantire al socio di minoranza solo una *valida alternativa di exit* rispetto all'esercizio del recesso, qual è anche l'offerta di acquisto dell'intera partecipazione .

In conclusione:

- C non ha dimostrato sussistessero le condizioni per l'esercizio del recesso per effetto della scelta di R di cedere la partecipazione in P a Holding, onde anche il recesso esercitato dall'attrice per l'1% del capitale sociale deve ritenersi illegittimo;
- C, invero, non ha neppure dimostrato di essere stata *costretta* ad esercitare il recesso solo per poche azioni dal fatto di non conoscere il prezzo al quale l'asserito diritto di recesso avrebbe potuto essere esercitato, poiché, per quanto detto poco sopra, era perfettamente al corrente della valorizzazione che K intendeva fare del suo pacchetto azionario: nel momento in cui ha deciso di non accettare l'offerta di K, così come nel momento in cui ha dichiarato di voler recedere solo

pagina 16 di 18

Sentenza n. 8902/2015 pubbl. il 21/07/2015
RG n. _____

Repert. n. _____

parzialmente, aveva a propria disposizione tutti gli elementi per poter assumere una scelta consapevole in merito all'opportunità, o meno, di "exit" (e ciò a prescindere dal fatto che il diritto di recesso non fosse in effetti maturato in capo a C _____)

*

3.4 Sulla responsabilità di R _____ s.p.a.

Stante quanto precede è evidente che deve essere rigettata l'ulteriore domanda volta all'accertamento della responsabilità di R _____ s.p.a. per violazione degli obblighi di corretta gestione, ed in particolare delle regole di correttezza e buona fede ex artt. 1175 e 1375 c.c., per non aver offerto nessuna comunicazione al socio di minoranza dell'operazione in corso; condotta che avrebbe costretto C _____ ad esercitare il diritto di recesso in modo solo parziale e - stante l'indisponibilità di qualsivoglia informazione in ordine al valore delle azioni - ad avviare il presente giudizio per monetizzare utilmente il proprio investimento azionario.

R _____ avrebbe deliberatamente violato obblighi informativi e di trasparenza derivanti dai principi di buona fede e correttezza nei rapporti contrattuali (pacificamente vevoli anche nell'esecuzione del contratto sociale) sottacendo la volontà di procedere alla cessione della propria partecipazione azionaria in P _____ e le specifiche modalità con cui la stessa si sarebbe realizzata.

Infatti:

- o C _____ /D _____ non aveva diritto di recesso;
- o in ogni caso:
 - come correttamente dedotto dalla convenuta, non è in alcun modo configurabile in capo al socio di maggioranza un obbligo giuridico di rendere dettagliatamente edotto il socio di minoranza delle trattative di cessione della partecipazione di controllo, e ciò anche in considerazione, nel caso di specie, della duplice posizione della C _____ - D _____ quale socio e *competitor* sul mercato della P _____ s.p.a.;
 - come si evince dai documenti già richiamati (compresa la proposta d'acquisto) e dal contraddittorio, l'interessato reale, sostanziale, era stato informato della trattativa in corso e del prezzo cui l'acquirente intendeva valorizzare le azioni di minoranza; onde l'esercizio solo parziale del diritto di recesso (per l'1% del capitale sociale) va considerato frutto di una scelta consapevole dell'attrice: l'offerta ricevuta, a prescindere dal fatto valesse ad escludere il diritto di recesso, certamente è valsa ad escludere che l'attrice possa vantare un diritto ad essere risarcita del danno che avrebbe in tesi subito per "non essere stata messa tempestivamente in condizione di conoscere la valorizzazione delle proprie azioni".

4. Sulla richiesta di condanna ex art. 96 comma 3 c.p.c. formulata dalla convenuta R _____ s.p.a.

Le specificità in fatto della vicenda e la complessità dei nodi decisorii affrontati induce il Tribunale a respingere la domanda di condanna della parte soccombente ex art. 96 comma 3 c.p.c.

5. Sulle spese

Le spese di lite seguono la soccombenza onde C _____ s.p.a. va condannata a rifondere quelle sopportate dalle convenute a dall'intervenuta Holding. S.A.S; le stesse si liquidano, tenuto conto dei parametri di legge, della complessità delle questioni trattate e dell'impegno difensivo in concreto profuso, per ciascuna parte in euro 60.000,00 per compensi, oltre rimborso forfettario del 15 %, CPA ed IVA come per legge.

P.Q.M.

pagina 17 di 18

Sentenza n. 8902/2015 pubbl. il 21/07/2015
RG n. [redacted]

Repert. n. [redacted]

Il Tribunale di Milano, sez. Specializzata in materia di Imprese -B, definitivamente pronunciano, ogni diversa istanza disattesa o assorbita:

1. **respinge** le domande formulate da parte attrice C [redacted] s.p.a. nei confronti di P [redacted] s.p.a. ;
2. **respinge** le domande formulate da parte attrice C [redacted] s.p.a. nei confronti di R [redacted] s.p.a.
3. **respinge** la domanda formulata da R [redacted] s.p.a. di condanna dell'attrice C [redacted] s.p.a. ex art. 96 comma 3° c.p.c.;
4. **condanna** C [redacted] s.p.a. a rifondere in favore delle società P [redacted] s.p.a., R [redacted] s.p.a. e Holding SAS le spese di lite che si liquidano per ciascuna in euro 60.000,00 per compensi, oltre rimborso forfettario del 15 % su compensi , IVA e CPA, come per legge.

Milano, così deciso nella camera di consiglio del 14.5.2015 e 25.6.2015

Il Giudice Relatore Estensore
dott. Alessandra Dal Moro

Il Presidente
dott. Elena Maria Riva Crugnola