



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE  
E AZIENDALI "MARCO FANNO"**

**CORSO DI LAUREA SPECIALISTICA IN ECONOMIA E DIRITTO**  
*Classe delle Lauree Specialistiche in SCIENZE DELL'ECONOMIA – 64/S – D.M. 509/99*

TESI DI LAUREA

**IL DIRITTO DI RECESSO NELLA S.P.A.:  
PROFILI DI DISCIPLINA**

**THE RIGHT OF WITHDRAWAL IN THE JOINT STOCK COMPANY:  
TOPICS IN THE ITALIAN LEGISLATION**

Relatore: Ch.mo Prof. Piergiuseppe Spolaore

Laureando: Andrea Pistorello  
Matricola: 512975

Anno Accademico 2018/2019





**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE  
E AZIENDALI "MARCO FANNO"**

**CORSO DI LAUREA SPECIALISTICA IN ECONOMIA E DIRITTO**  
*Classe delle Lauree Specialistiche in SCIENZE DELL'ECONOMIA – 64/S – D.M. 509/99*

TESI DI LAUREA

**IL DIRITTO DI RECESSO NELLA S.P.A.:  
PROFILI DI DISCIPLINA**

**THE RIGHT OF WITHDRAWAL IN THE JOINT STOCK COMPANY:  
TOPICS IN THE ITALIAN LEGISLATION**

Relatore: Ch.mo Prof. Piergiuseppe Spolaore

Laureando: Andrea Pistorello  
Matricola: 512975

Anno Accademico 2018/2019

Il candidato dichiara che il presente lavoro è originale e non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere. Il candidato dichiara altresì che tutti i materiali utilizzati durante la preparazione dell'elaborato sono stati indicati nel testo e nella sezione "Riferimenti bibliografici" e che le eventuali citazioni testuali sono individuabili attraverso l'esplicito richiamo alla pubblicazione originale.

*The candidate declares that the present work is original and has not already been submitted, totally or in part, for the purposes of attaining an academic degree in other Italian or foreign universities. The candidate also declares that all the materials used during the preparation of the thesis have been explicitly indicated in the text and in the section "Bibliographical references" and that any textual citations can be identified through an explicit reference to the original publication.*

Andrea Pistorello

---

*A Yeshua per avermi ispirato  
A me stesso per non aver mollato  
A mia Mamma che mi ha insegnato a non demordere nelle difficoltà  
Ai miei fratelli Enrico e Marco per tutto ciò che sono per me  
Ad Alessandro, Miriam e Giulia perché sono insostituibili  
A tutti i miei Nipoti perché sono speciali, stupendi e unici  
Ai Soci e Colleghi perché mi sopportano da anni  
A tutti Voi e agli amici . . . . G R A Z I E !*



## INDICE

INTRODUZIONE	9
I - L'EVOLUZIONE STORICA DEL DIRITTO DI RECESSO NELLE S.P.A.	11
I.1 Premessa	11
I.2 Cenni storici sul diritto di recesso	12
I.3 Le maggiori criticità nella disciplina del diritto di recesso anteriore alla riforma del diritto societario del 2003	15
I.4 Le linee fondamentali della riforma con riferimento al diritto di recesso nella s.p.a.	20
II - LE CAUSE LEGITTIMANTI IL DIRITTO DI RECESSO	23
II.1 Le categorie di cause di recesso	23
II.2 Le cause legali inderogabili	24
II.3 Le cause legali derogabili	34
II.4 Le cause statutarie	36
II.5 I limiti all'autonomia statutaria	39
III - LA LEGITTIMAZIONE, I TERMINI E LE MODALITÀ DI ESERCIZIO DEL DIRITTO DI RECESSO	42
III.1 Premessa	42
III.2 La legittimazione	42
III.3 Le modalità operative	44
III.4 I termini per l'esercizio del diritto di recesso	47
III.5 Il recesso parziale	49
IV - L'EFFICACIA DELLA DICHIARAZIONE DI RECESSO	51
IV.1 L'efficacia della dichiarazione di recesso: aspetti generali	51
IV.2 La tesi dell'efficacia immediata	52
IV.3 La tesi dell'efficacia differita al momento della liquidazione delle azioni	54
IV.4 Le tesi intermedie	56

V - IL VALORE DI LIQUIDAZIONE DELLE AZIONI	59
V.1 Premessa	59
V.2 Inquadramento temporale	60
V.3 I criteri di valutazione nelle società non quotate	62
V.4 Il diritto a contestare il valore	66
V.5 I criteri di valutazione delle azioni di società quotate in mercati regolamentati	68
VI - IL PROCEDIMENTO PER LA LIQUIDAZIONE DELLE AZIONI	71
VI.1 Premessa	71
VI.2 Il procedimento di liquidazione	71
VI.3 L'offerta delle azioni in opzione agli altri soci	74
VI.4 L'offerta delle azioni sul mercato	76
VI.5 L'acquisto di azioni proprie	77
VI.6 La riduzione del capitale sociale	79
VI.7 Lo scioglimento della società	81
VI.8 Il procedimento di liquidazione in caso di recesso multiplo e in caso di recesso parziale	82
BIBLIOGRAFIA	83



## INTRODUZIONE

Il recesso (dal latino ritirarsi, allontanarsi, rinunciare) in diritto civile è una delle cause che determinano lo scioglimento del contratto stipulato tra le parti. In particolare, esso *“rappresenta una deroga alla vincolatività degli effetti contrattuali e si realizza a mezzo di un potere che, attraverso un atto negoziale, viene esercitato da una o da entrambe le parti del contratto stesso, determinandone la estinzione attraverso il cessare (di regola irretroattivamente) dei suoi effetti”*<sup>1</sup>.

Con l'introduzione dell'istituto del recesso nel diritto societario ad ogni socio è stata data la possibilità di “smobilizzare” il proprio investimento qualora le “regole del gioco” interne alla società mutassero nel tempo.

Com'è facile intuire, avendo la disciplina in esame dirette ripercussioni sugli assetti e sulla capitalizzazione delle società, qualora il diritto al recesso fosse lasciato totalmente alla disponibilità e volontà dei soci, si introdurrebbe nel mercato economico-finanziario un considerevole ambito d'incertezza legato proprio alla possibilità di smobilizzo da parte degli azionisti.

Per questo motivo il legislatore ha stabilito che il potere di recedere sia di regola circoscritto al manifestarsi di un determinato evento, in seguito causa, il cui sopravvenire possa, anche potenzialmente, variare l'assetto contrattuale originario e renda necessaria o vantaggiosa la cessazione del vincolo stesso<sup>2</sup> per una o più parti del rapporto giuridico.

In ambito societario il recesso è sempre stato uno dei temi più dibattuti a causa degli interessi contrapposti da tutelare: da una parte si rinviene l'interesse del socio recedente ad ottenere il rimborso del capitale investito nella propria partecipazione societaria, dall'altra parte, invece, vi è l'interesse dei soci "superstiti" a poter gestire la società e a mantenere l'integrità del capitale sociale che è tra l'altro fonte di garanzia per i creditori<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> SANGIORGI, *Enc. Giur. Recesso, 1. Nozioni Introduttive*. Roma: Treccani. 1993, 1.

<sup>2</sup> STASSANO G., STASSANO M., *Il recesso e l'esclusione del socio nella s.r.l. e nella s.p.a.*, Giappichelli, Torino, 2005, 5.

<sup>3</sup> In questo senso PACIELLO, *Commento sub art. 2437 c.c.*, in *Società di capitali, Commentario*, a cura di Niccolini e d'Alcontres, Jovene, Napoli, 2004, 1114.

Storicamente l'istituto del recesso ha conosciuto fasi alterne nell'ampiezza della portata e negli interessi specifici che, con esso, si è inteso tutelare maggiormente<sup>4</sup>.

A dimostrazione di quanto evidenziato poc'anzi, con la riforma del diritto societario attuata mediante il D.Lgs. n. 6 del 2003 la disciplina del recesso nelle società per azioni è stata profondamente modificata, passando da una versione più favorevole alla società, ad una maggiormente orientata alla tutela del socio uscente<sup>5</sup>.

Anticipando considerazioni che si avrà modo di argomentare più compiutamente nel corso del presente lavoro, con la riforma del 2003 a tutela del socio uscente:

- sono state ampliate le ipotesi di recesso *ex lege*;
- è stata data la possibilità di integrare statutariamente le cause legittimanti il recesso;
- sono state previste nuove e più rigorose procedure di valutazione e di liquidazione delle azioni.

Sebbene la riforma sia intervenuta in maniera corposa sull'istituto del recesso risolvendo alcuni problemi interpretativi rispetto alla normativa previgente, rimangono tuttavia ancora aperte molteplici perplessità che si analizzeranno in seguito.

Dopo una breve esposizione dell'evoluzione normativa di questo particolare istituto e dopo la necessaria rappresentazione delle diverse ipotesi di recesso nelle società per azioni, scopo del presente lavoro sarà quello di individuare le maggiori problematiche legate alla fase procedurale, soffermandosi in particolare sulle criticità legate al momento dell'efficacia della dichiarazione di recesso e alla possibilità di esercizio dei diritti sociali durante la liquidazione della partecipazione sociale, per giungere all'identificazione della metodologia da adottare per determinare il valore delle azioni.

---

<sup>4</sup> Per una panoramica sull'evoluzione storica si rinvia a DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, volume 3, Utet, Torino, 2007, 219 ss.

<sup>5</sup> Citando testualmente DI CECCO, *Il diritto di recesso del socio di società di capitali dopo la riforma*, in *Riv. dir. impr.*, 2005, 44. "La riforma ha operato un'inversione di rotta di centottanta gradi".

## I - L'EVOLUZIONE STORICA DEL DIRITTO DI RECESSO NELLE S.P.A.

### I.1 Premessa

In diritto civile vige il principio generale della non modificabilità del contratto se non con il consenso di tutte le parti coinvolte. Nel diritto societario per le società di persone viene mutuata tale regola per la modifica del contratto sociale (consenso unanime dei soci), ma è consentita l'introduzione del principio maggioritario<sup>6</sup>; con riferimento alle s.p.a. e più in generale alle società di capitali, invece, opera la regola della modificabilità a maggioranza del contratto sociale<sup>7</sup>.

In questo contesto il diritto di recesso per il socio di società di capitali costituisce una “difesa” in caso di decisioni che comportino una modifica rilevante dell'atto costitutivo.

Tale considerazione spiega e giustifica l'atteggiamento del legislatore il quale, al fine di tutelare il socio di minoranza nelle società di capitali, è intervenuto con la massima incisività in tema di recesso all'interno della riforma del diritto societario del 2003 in conformità con quelli che erano gli obiettivi fissati dalla L. 3-10-2001, n. 366.

Nel presente capitolo, dopo una breve digressione sulla legislazione anteriore al codice civile del 1942, effettueremo una sommaria comparazione tra il diritto di recesso ante – riforma e il diritto di recesso post – riforma focalizzando la nostra attenzione sulle società per azioni.

---

<sup>6</sup> L'articolo 2252 prevede che “*Il contratto sociale può essere modificato soltanto con il consenso di tutti i soci, se non è convenuto diversamente*”.

<sup>7</sup> Il principio maggioritario è stato introdotto con il codice di commercio del 1882. La sua comparsa all'interno del nostro ordinamento è avvenuta gradualmente a partire dalla seconda metà dell'Ottocento al fine di favorire il potere deliberativo della maggioranza. GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, Cedam, Padova, 2006, 590.

## **I.2 Cenni storici sul diritto di recesso**

Analizzando storicamente l'istituto del recesso possiamo notare come esso fosse già presente, anche se in maniera implicita, all'interno del codice del commercio del 1865 nel quale l'allora art. 163 prevedeva che *“tutte le società devono risultare da espressa dichiarazione o deliberazione dei soci e devono essere depositati, trascritti, affissi e pubblicati a norma degli artt. 158 e 161, la mutazione, il recesso e l'esclusione dei soci”*.

È però soltanto nel codice del commercio del 1882 che troviamo una più marcata ed evidente formulazione del diritto di recesso in caso di *“fusione, reintegrazione o aumento del capitale, cambiamento dell'oggetto sociale e – salva diversa altra previsione statutaria – proroga della durata della società”*<sup>8</sup>. Rispetto alla formulazione previgente, nel 1882 il legislatore introdusse pertanto alcune cause legittimanti per così dire “indisponibili” ed una causa, la proroga della durata della società, che i soci potevano anche determinare di cassare direttamente per mezzo dello statuto societario.

La sua introduzione fu contestuale all'istituzione del principio maggioritario per le variazioni dei contratti sociali, vera e propria deroga alla disciplina generale dei contratti che prevedeva il consenso di tutti i contraenti per apportare eventuali modifiche rispetto a quanto pattuito in origine.

Nella relazione all'art. 158 del codice del commercio l'allora ministro di Grazia e Giustizia Mancini osservava che *“ogni modificazione alla legge sociale, cioè patto contrattuale, secondo i principi generali del diritto civile dovrebbe essere assentita da tutti i soci. Ma questo rigore non può conciliarsi col troppo grande numero d'interessati, o colla durata ordinaria della società per azioni, altrimenti l'inerzia o la mala voglia di uno solo di essi o di pochi finirebbe a condannarle all'immobilità, o ad obbligarle a subire, senza possibilità di rimedio, le conseguenze di clausole contrattuali dimostrate dannose all'esperienza, od a continuare operazioni disastrose il cui abbandono fosse considerabile dalla più evidente ragione di saviezza. Finché le modificazioni approvate dall'assemblea non feriscono l'essenza della società, e non aggravano le obbligazioni assunte nel contratto sociale, le sue deliberazioni sono obbligatorie per tutti i soci, ciò essendo conforme a' principi di diritto in materia di comunione. Ma quando, deliberandosi dall'assemblea la fusione della società*

---

<sup>8</sup> Così recitava l'articolo 158 del codice del commercio del 1882.

*con un'altra, si viene a mutare la sua individualità giuridica; o prescrivendo il cambiamento dell'oggetto sociale si viene a mutarne lo scopo; ovvero coll'accettare la proposta di una reintegrazione o di un aumento del capitale sociale si viene a disporre di ciò che i soci non hanno conferito in società; o infine si deliberi di prorogare la durata della società oltre il termine per i quali i soci nell'atto costitutivo si vincolarono sembra di assoluta giustizia che ai dissenzienti venga riservato benanche il diritto di recedere dalla società e di conseguire il rimborso delle loro quote in proporzione però all'attivo sociale esistente”.*

In seguito, a partire dal 1915, l'approvata “legislazione speciale di guerra” sopprime quasi integralmente il diritto di recesso escludendolo prima nel caso di fusione e di aumento di capitale<sup>9</sup> e successivamente anche nel caso di cambiamento dell'oggetto sociale<sup>10</sup>.

Arrivando ad un passato più prossimo ai giorni nostri, all'interno dell'articolato originario del codice civile del 1942 all'istituto del recesso del socio di società per azioni (o, più in generale, delle società di capitali) si riservò un ruolo di assoluta marginalità riducendone la possibilità di utilizzo alle situazioni previste dalla legge.

L'allora art. 2437 c.c. prevedeva, infatti, da un lato un elenco tassativo di cause legittimanti l'esercizio del diritto da parte del socio di società per azioni, dall'altro, nello stabilire le

---

<sup>9</sup> Il primo intervento volto a limitare il diritto di recesso lo rinveniamo nella legge del 1° aprile del 1915, n. 431.

<sup>10</sup> Disposizione contenuta all'interno del R.d.l. n. 1434 del 13 novembre 1931. Una ricostruzione storica del diritto di recesso si può rinvenire nel lavoro di PACCHI PESUCCI, *Autotutela dell'azionista e interessi dell'organizzazione*, Giuffrè, Milano, 1993, 97 e ss. L'autrice all'interno dell'opera osserva che: “l'arco di tempo, entro il quale si susseguirono gli interventi legislativi e che ridussero sempre più l'ambito di applicazione del recesso - e che, senza dubbio, influenzarono il legislatore del 1942 quando venne elaborata l'attuale formulazione dell'art. 2437 Cod. civ., ristretta rispetto all'art. 158 Cod. comm. - è stato spettatore di una delle stagioni più calde della nostra economia. Dal 1915 al 1942: la prima guerra mondiale; il periodo post-bellico in cui la difficile opera di ripresa economica conseguente ad ogni evento di questo tipo si poneva nel mezzo di un disegno evolutivo già iniziato ma interrotto e sovvertito dalle vicende storiche contingenti; la crisi bancaria, che produrrà un momentaneo sganciamento dell'impresa da quella fonte di finanziamenti ed infine, ma non ultimo, il regime politico che prese il potere in quegli anni in Italia (...) La concentrazione di aziende era al centro di ogni discorso vuoi giuridico, vuoi economico perché era ritenuto lo strumento principe per attuare quel difficile piano di riconversione industriale. L'istituto giuridico destinato a “saltare” era il recesso, accolto pochi anni prima con favore di quei giuristi, che ora diventano fautori della sua soppressione”.

modalità di liquidazione delle azioni non quotate in borsa, la norma faceva esplicito riferimento al “*patrimonio sociale risultante dal bilancio dell’ultimo esercizio*”.

La disciplina fortemente penalizzante per il diritto del socio a recedere<sup>11</sup>, riconducibile all’esigenza di tutelare i creditori delle società dall’eventuale riduzione di patrimonio conseguente al rimborso del valore delle azioni al socio recedente, si tradusse nel raro accesso a tale istituto nella pratica societaria e in una mancanza di particolare interesse dimostrata anche da parte della dottrina<sup>12</sup>.

A partire dagli anni settanta il legislatore italiano iniziò un ambizioso percorso di riforma del diritto privato (in special modo del diritto civile-commerciale-societario), del diritto penale e del diritto processuale; *ratio* del percorso trentennale di riforma fu, tra l’altro, l’adeguamento dei nostri ordinamenti risalenti a periodi antecedenti al secondo conflitto mondiale alle mutate condizioni politico-economico-sociali: per centrare gli obiettivi di crescita, il tessuto economico doveva essere maggiormente competitivo per poter competere con le economie concorrenti estere<sup>13</sup>.

La formalizzazione e la rigidità tipiche degli ordinamenti “istituzionalisti” dovevano lasciare spazio a ordinamenti più dinamici e lasciati liberi alla volontà negoziale delle parti (per questo denominati “contrattualisti”), tipici delle economie anglosassoni.

Di qui anche l’intervento della Legge delega 3-10-2001, n. 366 che, con riferimento alle società di per azioni, affidò al Governo la revisione della “*disciplina del recesso, prevedendo*

---

<sup>11</sup> “*Nel codice civile del 1942 il recesso del socio da società di capitali era visto con estremo disfavore proprio per il fatto di comportare un depauperamento di tali società sotto il duplice profilo patrimoniale e finanziario, limitando le risorse destinate al perseguimento dell’oggetto sociale, e di ridurre altresì la garanzia dei creditori*” così come evidenziato in DE ANGELIS, *Diritto commerciale*, a cura di Allegri, Calvosa, D’Alessandro, De Angelis, Fortunato, Grippo, Maffei Alberti, Mangini, Partesotti, Piras, Scognamiglio, Volpe Putzolu, Zanarone, Monduzzi, Bologna, 2010, 305.

<sup>12</sup> SPALTRO, *Esercizio del recesso e perdita dei diritti sociali*, in *Soc.*, 2007, 35.

<sup>13</sup> Tale indirizzo di riforma è rinvenibile anche nella legge delega 366/2001, all’articolo 2, che indica “*1. La riforma del sistema delle società di capitali di cui ai capi V, VI, VII, VIII e IX del titolo V del libro V del codice civile e alla normativa connessa, è ispirata ai seguenti principi generali: a) perseguire l’obiettivo prioritario di favorire la nascita, la crescita e la competitività delle imprese, anche attraverso il loro accesso ai mercati interni e internazionali dei capitali; (omissis)*”. Rispetto a quanto detto più sopra, nella legge delega 366/2001 la stabilità del tessuto economico (voluta dal legislatore codicistico) lasciava almeno idealmente il posto alla competitività che si riteneva essere fondamentale per le “sfide” del ventunesimo secolo.

*che lo statuto possa introdurre ulteriori fattispecie di recesso a tutela del socio dissenziente, anche per il caso di proroga della durata della società; individuare in proposito criteri di calcolo del valore di rimborso adeguati alla tutela del recedente, salvaguardando in ogni caso l'integrità del capitale sociale e gli interessi dei creditori sociali".* Il mandato parlamentare era chiaro ovvero dotare il diritto societario italiano di una disciplina in tema recesso di stampo misto "istituzionale e contrattualista" con riguardo particolare alla tutela degli interessi propri del socio recedente.

### **I.3 Le maggiori criticità nella disciplina del diritto di recesso anteriore alla riforma del diritto societario del 2003**

L'istituto del recesso vigente prima della riforma del diritto societario era comune sia per le società per azioni che per le società a responsabilità limitata e presentava molteplici profili problematici che, come si è già avuto modo di accennare nel corso del paragrafo precedente, hanno determinato quale conseguenza un suo scarso utilizzo nella pratica.

La norma di riferimento era contenuta nell'art. 2437 c.c. e nella sua originaria versione recitava:

*"I soci dissenzienti dalle deliberazioni riguardanti il cambiamento dell'oggetto o del tipo di società, o il trasferimento della sede sociale all'estero hanno il diritto di recedere dalla società e di ottenere il rimborso delle proprie azioni, secondo il prezzo medio dell'ultimo semestre, se queste sono quotate in borsa, o, in caso contrario, in proporzione del patrimonio sociale risultante dal bilancio dell'ultimo esercizio".*

Emergono già da questo primo comma alcune caratteristiche peculiari della normativa ante – riforma; ci si riferisce in particolare:

- alla tassatività delle cause legittimanti;
- alla modalità di determinazione del valore di rimborso per le azioni di società non quotate.

Il legislatore proseguiva nell'articolo 2437 c.c. in questo modo:

*“La dichiarazione di recesso deve essere comunicata con raccomandata dai soci non intervenuti non oltre i quindici giorni dalla data dell’iscrizione della delibera nel registro delle imprese.*

*È nullo ogni patto che esclude il diritto di recesso o ne rende più gravoso l’esercizio”.*

Ecco emergere un ulteriore tratto caratteristico legato alla modalità di comunicazione della decisione di recedere dalla società; per quest’ultima erano previsti tempi decisamente ridotti per portarla a conoscenza della società. Infine, era prevista all’ultimo comma la previsione di nullità per ogni patto intenzionato a rendere maggiormente difficoltoso l’accesso al diritto stesso.

Altra approfondita analisi andrà riservata all’individuazione del momento nel quale avviene la cessazione dello *status* di socio e la conseguente perdita dei diritti sociali; anche quest’ultimo argomento è stato oggetto di ampio dibattito dottrinale non avendo il legislatore accennato alla materia in sede di approvazione dell’articolo 2437 c.c.

Con riferimento alla tassatività delle cause di recesso, è bene sottolineare come, negli anni, un ampio dibattito aveva visto contrapposti autori di spirito contrattualista, che prevedevano la possibilità di integrare le cause legali di recesso con altre di natura negoziale in virtù dell’ultimo comma dell’art. 2437 codice civile che recitava testualmente *“È nullo ogni patto che esclude il diritto di recesso o ne rende più gravoso l’esercizio”*, e dall’altra parte la giurisprudenza e la restante dottrina che negavano tale diritto in virtù degli effetti deleteri che un recesso troppo “svincolato” avrebbe potuto provocare sull’integrità dei patrimoni societari<sup>14</sup>.

Il legislatore, anche in conseguenza della dibattuta tassatività delle cause legittimanti e chiamato ad un ammodernamento che in alcuni Paesi europei era già avvenuto, ha ritenuto di dover intraprendere la via della riforma complessiva dell’istituto in esame.

Di particolare interesse risulta l’analisi e l’individuazione del momento a partire dal quale il socio recedente perderebbe il suo *status* di socio e, di conseguenza, i diritti sociali inerenti alla sua partecipazione<sup>15</sup>.

Anche con riferimento a tale questione si crearono in passato due correnti di pensiero tra loro contrapposte:

---

<sup>14</sup> GALLETTI, *Il nuovo diritto delle società* a cura di Maffei Alberti, II, Cedam, Padova, 2005, 1521 ss.

<sup>15</sup> Come avremmo modo di approfondire nel proseguo, tale questione è rimasta pressoché irrisolta.



- secondo una prima corrente di pensiero la dichiarazione di recesso avrebbe esplicito la propria efficacia nel momento in cui fosse giunta a conoscenza della società destinataria<sup>16</sup>: da questo momento il socio perderebbe il suo *status*, ed acquisterebbe la veste di creditore della società<sup>17</sup> per la somma di denaro relativa alla liquidazione della quota, di conseguenza egli non disporrebbe più di alcun diritto partecipativo<sup>18</sup> ma di un mero diritto di credito;
- secondo un'altra corrente di pensiero la perdita dello *status socii* sarebbe avvenuta in seguito alla liquidazione della quota del socio recedente<sup>19</sup> mediante l'impiego di utili distribuibili o di riserve disponibili o, qualora ciò non fosse stato possibile<sup>20</sup>, con la riduzione del capitale sociale. In quest'ottica il socio sarebbe rimasto legittimato all'esercizio dei diritti partecipativi fino al perfezionamento dello scioglimento del suo rapporto societario.

Da più parti, poi, era stata invocata la possibilità per la società di revocare la deliberazione assembleare che aveva dato origine al verificarsi della causa legittimante il diritto di recesso, a maggior ragione in presenza di un numero cospicuo di receduti che avrebbero causato una considerevole distribuzione di capitale sociale<sup>21</sup>.

Sotto il profilo dei termini e delle modalità di esercizio del diritto di recesso parte della dottrina<sup>22</sup> indicava che il termine di cui al secondo comma art. 2437 codice civile dovesse riferirsi alla ricezione della comunicazione di recesso da parte della società e non al semplice invio della raccomandata; la succitata dottrina considerava il recesso un atto unilaterale di

---

<sup>16</sup> PRESTI, *Questioni in tema di recesso nelle società di capitali*, in *Giur. Comm.*, 1982, I, 106 ss, GRIPPO, *Il recesso del socio*, in *Trattato Colombo-Portale*, 6, II, Utet, Torino, 1993, 178 e FERRARA-CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Giuffrè, Milano, 2001, 565.

<sup>17</sup> DI SABATO, *Manuale delle società*, Utet, Torino, 1999, 361.

<sup>18</sup> Salvo il riconoscimento del diritto ad impugnare la delibera che ha provocato il recesso così come evidenziato da ZANARONE, *L'invalidità delle deliberazioni assembleari*, in *Trattato Colombo-Portale*, 3, II, Utet, Torino, 1993, 277 ss.

<sup>19</sup> PESCATORE, *L'impresa societaria a base capitalistica*, in AA.V.V., *Manuale di diritto commerciale* a cura di Buonocore, Giappichelli, Torino, 1997, 378 e GRIPPO, *Il recesso del socio*, in *Trattato Colombo-Portale*, 6, II, Utet, Torino, 1993, 183.

<sup>20</sup> Nel rispetto delle disposizioni in materia di acquisto di azioni proprie.

<sup>21</sup> PRESTI, *Questioni in tema di recesso nelle società di capitali*, in *Giur. Comm.*, I, 1982, 110.

<sup>22</sup> COTTINO, *Diritto commerciale*, Cedam, Padova, 1987, 731.

natura recettizia; pertanto proprio in virtù di detta natura recettizia l'atto diverrebbe efficace solo dal momento in cui è portato a conoscenza della società. Un'altra parte della dottrina, invece, puntualizzava che il termine dovesse essere quello di spedizione della raccomandata<sup>23</sup> perché un diritto alla tutela dell'investimento non poteva essere legato all'efficienza dei servizi postali; per risolvere tali problemi una ulteriore ed autorevole dottrina<sup>24</sup> prevedeva la possibilità di affiancare, in sede di statuto, alla raccomandata prevista per legge altri metodi di comunicazione alternativi<sup>25</sup>.

Un altro argomento di particolare importanza riguardava i criteri di determinazione del valore della quota e l'iter da seguire per il suo rimborso. Nelle società per azioni cosiddette "aperte" (alle quali il legislatore dà la possibilità di fare ricorso al pubblico risparmio per l'investimento nel capitale di rischio) l'azionista dissenziente, in luogo del diritto di recesso avrebbe potuto valutare la possibilità di accedere al mercato finanziario per cedere le proprie quote al valore di borsa<sup>26</sup> ed evitare la procedura di liquidazione; questo anche perché il metodo di calcolo del valore di rimborso era considerato inadatto a rappresentare il capitale sociale in quanto influenzato maggiormente dalle prospettive di reddito future e in minima parte dalle condizioni patrimoniali delle imprese<sup>27</sup>. Il corso azionario infatti è per buona parte determinato dalle aspettative degli investitori e il legare il valore di rimborso della quota alla media del valore di borsa degli ultimi sei mesi significava slegarlo dalle reali "misure" della patrimonializzazione della società.

Nel caso invece delle società per azioni "chiuse" il criterio generale per la determinazione del valore della quota era quello del rimborso in proporzione al patrimonio risultante dal bilancio relativo all'ultimo anno conclusosi precedentemente al recesso. Tale metodologia

---

<sup>23</sup> Si veda LEVERONE, *La natura recettizia della comunicazione del recesso nella disciplina previgente*, in *Le Società*, V, 2004, 625.

<sup>24</sup> PRESTI, *Questioni in tema di recesso nelle società di capitali*, in *Giur. Comm.*, I, 1982, 106.

<sup>25</sup> Secondo GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2000, 254 però "le forme di trasmissione differenti" dovevano essere "obbligatoriamente previste in alternativa, e non mai in sostituzione di quella principale".

<sup>26</sup> Si faceva riferimento al prezzo medio di borsa dell'ultimo semestre.

<sup>27</sup> La valutazione al prezzo di borsa nel corso degli anni ha incontrato una crescente critica da parte degli esperti come sottolineato in PRESTI, *Questioni in tema di recesso nelle società di capitali*, in *Giur. Comm.*, I, 1982, 115.

di valutazione appariva troppo garantista per la società, per i soci superstiti e per i creditori sociali a discapito del socio receduto essendo basata solo su dati storici e non prospettici<sup>28</sup>. Infine, in tema di liquidazione della quota, mentre nel caso in cui la società fosse dotata di riserve di utili accantonati sufficienti a liquidare la quota al socio recedente avrebbe potuto decidere se utilizzare dette riserve di utili o, in assenza di indicazioni pregiudiziali dei creditori, se ridurre il capitale sociale<sup>29</sup>, nel caso in cui per la società si fosse reso necessario intaccare il capitale sociale, qualora i creditori si fossero opposti alla delibera assembleare di riduzione del capitale, l'interesse specifico del socio a svincolarsi dall'investimento in società sarebbe stato "immolato" alla causa societaria: l'opposizione dei creditori sociali avrebbe reso priva di effetti giuridici la dichiarazione di recesso obbligando il socio a rimanere tale anche in dissenso con le delibere assembleari legittimanti il recesso<sup>30</sup>. Il legislatore, nella redazione degli articoli 2437 e seguenti c.c. dimostrava una propensione alla tutela del credito rispetto alla tutela dell'investimento in capitale societario.

---

<sup>28</sup> RORDORF, *Il recesso del socio di società di capitali: prime osservazioni dopo la riforma*, in *Le Società*, 2003, VII, 929.

<sup>29</sup> Qualora i creditori sociali avessero posto una pregiudiziale sulla riduzione del capitale sociale, la società avrebbe dovuto riscattare le azioni del recedente, anche eventualmente in seguito a condanna giudiziale ad adempiere. Si legga GALGANO, *La società per azioni. Le altre società di capitali, le cooperative*. Zanichelli, Bologna, 1974, 63.

<sup>30</sup> Una tale scelta era motivata da fatti di natura economica; in particolare, si usava ritenere che i creditori potessero opporsi solamente se ritenevano le loro tutele compromesse dalla riduzione del capitale sociale; la contemporanea sussistenza di mancanza di utili accantonati a fondo, capitale da ridurre e creditori insoddisfatti faceva pensare a una società che rischiava lo stato d'insolvenza; in questi termini, il socio dissenziente era paragonato ad un socio che voleva mettere al riparo la propria quota dal rischio di impresa che si era assunto quota parte con l'acquisto della partecipazione.

#### **I.4 Le linee fondamentali della riforma con riferimento al diritto di recesso nella s.p.a.**

La nuova formulazione degli articoli 2437 e seguenti c.c.<sup>31</sup>, frutto dell'approvazione del D.Lgs. 6/2003, ha innovato notevolmente l'istituto del recesso nelle società per azioni e, più in generale, nelle società di capitali.

Innanzitutto, è venuto meno l'atteggiamento di diffidenza sino a quel momento riservato al diritto di recesso, prevedendo ora una maggiore tutela dei soci di minoranza i quali, forti del potere di *exit*<sup>32</sup>, possono tutelarsi imponendo dei costi impliciti a chi nel concreto si trova nella posizione di poter prendere le decisioni all'interno della società.

Potere di *exit* che viene ora riconosciuto anche ai soci astenuti: diversamente dal testo previgente che menzionava espressamente solo i soci dissenzienti e assenti (o meglio non intervenuti in assemblea), l'art. 2437 c.c. consente di recedere ai soci che non hanno concorso alle deliberazioni, quindi, in altre parole, tutti i soci che non hanno espresso il loro voto favorevole. L'apertura in questo senso è molto ampia.

Ulteriore elemento di novità, cui avremo modo di parlare più approfonditamente nel prossimo capitolo II, è la notevole estensione delle cause che legittimano il recesso e l'ampio margine riservato all'autonomia statutaria con la possibilità di recedere anche per cause non legate a determinazioni assembleari.

In seguito alla riforma è stato inoltre previsto che al socio che recede da una s.p.a. venga riconosciuto un rimborso delle sue azioni parametrato al valore effettivo del patrimonio netto della società calcolato dagli amministratori, sentito il parere, obbligatorio ma non vincolante del collegio sindacale, se nominato, e del soggetto incaricato della revisione contabile o, in caso di contestazione, da un esperto nominato dal tribunale. In altre termini il rimborso deve

---

<sup>31</sup> Si ritiene opportuno in questa sede riportare, senza presunzione di esaustività, quelle che sono state le maggiori novità introdotte dalla cosiddetta "Riforma del diritto Societario" in tema di recesso nelle società per azioni.

<sup>32</sup> Per una definizione ampia del significato di *exit* si veda FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, II edizione, Giuffrè, Milano, 2009, 2, secondo il quale essa è "l'espressione utilizzata per fare sinteticamente riferimento a tutti quegli istituti che, pur presentando differenze anche significative, comportano il venir meno del coinvolgimento nelle vicende della società, consentendo al socio di recuperare la ricchezza che si trova investita nella stessa", e il riferimento è, oltre al recesso, anche alla cessione di partecipazioni, al riscatto ed eventualmente all'offerta pubblica di acquisto.

essere eseguito sulla base del valore di mercato del compendio aziendale e della propensione a generare reddito della società stessa, dovendosi intendere necessario quantificare anche il valore immateriale di avviamento della società.

Nelle s.p.a. non quotate nei mercati regolamentati, qualora fosse convocata un'assemblea per discutere di argomenti che possono legittimare gli azionisti a recedere, gli amministratori ora sono tenuti a determinare il valore di rimborso delle azioni in caso di esercizio di tale diritto almeno quindici giorni prima della data fissata per l'assemblea, affinché i soci ne prendano preventivamente cognizione (art. 2437 ter, comma 5 c.c.).

Potendo conoscere con ampio margine di tempo il valore delle proprie azioni in caso di recesso per dissenso alle decisioni assembleari o in caso di assenza dall'assemblea chiamata a deliberare, il socio è ora più "libero" di verificare e di stimare l'effetto congiunto di tali delibere e delle proprie propensioni al rischio di investimento al fine di scegliere consapevolmente se rimanere socio o se smobilizzare l'investimento.

Dal punto di vista della forma e dei termini della dichiarazione di recesso è stato precisato che essa debba essere esperita con lettera raccomandata inviata entro quindici giorni dall'iscrizione nel registro delle imprese della delibera che la legittima; nel caso in cui il recesso non dipenda da una deliberazione, il termine per la sua formalizzazione è ampliato da quindici a trenta giorni dal momento in cui il socio è venuto a conoscenza delle cause legittimanti.

Le modifiche apportate con la riforma costituiscono indici inequivocabili della volontà del legislatore di rendere l'istituto del recesso quanto mai strumento di negoziazione per i componenti della compagine sociale in sede di confronto su decisioni idonee ad incidere in maniera significativa sulla vita della società e sulle condizioni di rischio dell'investimento dei soci.

Tuttavia, tale istituto è diventato strumento di tutela obbligatoria ancorché strumento di tutela reale: il diritto di recesso consente al socio dissenziente di tutelare il proprio diritto alla liquidazione della quota ma non il proprio interesse di rimanere parte della compagine sociale; di converso la maggioranza sarà esposta al rischio di dover liquidare la quota al socio recedente, ciò comunque non impedisce alla stessa di assumere una determinata decisione.

Usando una terminologia ormai divenuta comune il legislatore ha riconosciuto al socio di minoranza un maggior diritto di *exit* a discapito del diritto di *voice*<sup>33</sup>.

---

<sup>33</sup> Sul tema si veda DACCO', *Il diritto di recesso: limiti dell'istituto e limiti all'autonomia privata nella società a responsabilità limitata*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2004, pag. 475 ss e ZAGRA, *Nota a Lodo collegio arbitrale Milano 10 marzo 2006*, 747 ss. per il quale "nelle società di capitali il socio di minoranza che non condivide le scelte fondamentali e strutturali della società ha una duplice tutela: la c.d. *voice* e il c.d. *exit*. Il ricorso alla *voice* comporta l'esperimento di una serie di azioni volte ad impugnare le delibere societarie o ad ottenere il risarcimento dei danni subiti a seguito della condotta della maggioranza; tuttavia, il socio che agisce in tal senso permane nella compagine sociale. L'utilizzo degli strumenti di *exit* è volto, invece, a far valere una serie di rimedi finalizzati alla cessazione del rapporto societario tra la società e il socio dissenziente, con la conseguente liquidazione della sua partecipazione. L'*exit* è stato definito come diritto al disinvestimento della partecipazione sociale, diritto che nei vari ordinamenti può avere soluzioni e gradazioni differenti in relazione ai diversi tipi societari e agli interessi coinvolti". Sempre sul tema si veda anche FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, II edizione, Giuffrè, Milano, 4, secondo il quale "la forma di tutela apprestata dall'*exit* si presta a essere contrapposta a quella basata sul ricorso alla *voice*, ossia ai meccanismi di controllo interno"; sempre FRIGENI, scettico delle capacità del diritto di *voice* in seno alla minoranza societaria, a pagina 117 continua con "Non si vuole negare che, in concreto, il recesso possa spingere, specie in certi casi, all'adozione di decisioni maggiormente condivise e che, più in generale, esso sia suscettibile di incrementare il grado di coinvolgimento dei soci di minoranza nelle decisioni sociali. Tuttavia, non sembra che questo effetto, senz'altro possibile ma meramente eventuale (e forse non così frequente), possa essere considerato quale ratio dell'istituto".

## II - LE CAUSE LEGITTIMANTI IL DIRITTO DI RECESSO

### II.1 Le categorie di cause di recesso

Con la riforma del 2003 si è assistito ad una rivalutazione del diritto di recesso quale meccanismo di “disinvestimento” e di potenziale incentivo all’investimento di capitale di rischio<sup>34</sup>.

Il venir meno del disfavore legislativo nei suoi confronti è riscontrabile in prima battuta nell’arricchimento della disciplina ad esso stesso dedicata ed in particolare nell’introduzione di nuove ed ulteriori cause che motivano il recesso del socio.

Nel corso del presente capitolo analizzeremo le diverse cause di recesso, fornendo un quadro di riferimento generale, soffermandoci solo su alcuni problemi interpretativi di maggiore rilevanza.

Al riguardo, le cause di recesso possono essere classificate in categorie omogenee seguendo diversi criteri; in questo senso, per la disamina che segue è stato utilizzato il criterio della fonte della causa stessa, distinguendo le cause legali dalle cause statutarie (applicabili solo alle società che non ricorrono al capitale di rischio mediante i mercati regolamentati) ed in seno alle cause legali separando le cause legali derogabili e quelle invece inderogabili.

---

<sup>34</sup> GALLETTI, *Commento all’art. 2437*, in *Il nuovo diritto delle società* a cura di Maffei Alberti, II, Cedam, Padova, 2005, 1491 ss.: “*il problema del recesso nelle strutture societarie risiede in questo delicato bilanciamento fra incentivazione dell’investimento azionario ed efficienza del mercato del credito. Da un lato, infatti, tanto più ampie sono le possibilità di liquidare l’investimento prima della sua scadenza “naturale” quanto più è incentivato l’ingresso in società, soprattutto, ma non solo, da parte di chi non è interessato a svolgere il ruolo attivo di “soggetto economico”. Gli aspiranti soci, infatti, sono rassicurati dalla possibilità di poter smobilizzare le risorse impiegate qualora le condizioni dell’iniziativa, oggettive o soggettive, dovessero rivelarsi non più sostenibili*”.

## **II.2 Le cause legali inderogabili**

Il nucleo più “corposo” di possibilità di recesso previste per legge e non eliminabili statutariamente, già denominate cause di recesso legali inderogabili, è da rinvenirsi nell’articolo 2437 c.c.<sup>35</sup>. Questa norma contempla molteplici ipotesi di recesso che qui si elencano secondo l’articolo in esame:

- modifica di clausola contenente l’oggetto sociale, qualora questo consenta un cambiamento significativo dell’attività svolta;
- trasformazione della società;
- trasferimento della sede sociale all’estero;
- revoca dello stato di liquidazione;
- eliminazione di cause di recesso derogabili o statutarie;
- modifica dei criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso;
- modifiche statutarie riguardanti i diritti di voto e di partecipazione;
- il recesso *ad nutum* in caso di società contratta a tempo indeterminato non quotata.

La prima causa legale inderogabile riguarda la modifica significativa della clausola statutaria che identifica l’oggetto sociale e quindi, seguendo una lettura logica della stessa, che comporti una variazione delle condizioni di rischio dell’investimento dei soci.

Secondo il dettato di tale norma basterebbe quindi una modifica delle condizioni di rischio e non per forza un loro aggravamento, modifica che deve essere comunque effettiva e non di fatto.

Come sottolineato da alcuni autori<sup>36</sup> rimane il rammarico per la definizione troppo formalistica della norma che non considera, per esempio, le variazioni delle condizioni di rischio nel caso in cui gli amministratori realizzino uno spostamento effettivo dell’attività (seppur sempre nei limiti dell’oggetto sociale) nelle società con un oggetto sociale definito in termini molto ampi in sede di costituzione ed all’interno del quale di fatto si sia sempre agito in uno spazio ristretto.

---

<sup>35</sup> Per completezza si segnala come non vi sia una assoluta concordia tra i diversi autori sulla natura inderogabile delle ipotesi di recesso previste da disposizioni diverse dal primo comma dell’art. 2437 c.c.

<sup>36</sup> Sul tema si veda GALLETTI, *Il nuovo diritto delle società* a cura di Maffei Alberti, II, Cedam, Padova, 2005, 1499 ss.



La modifica dell'oggetto sociale contenuta dall'art. 2437 c.c. va messa in correlazione con quella prevista all'art. 2361 c.c. che testualmente recita *“l'assunzione di partecipazioni in altre imprese, anche se prevista genericamente nello statuto, non è consentita, se per la misura e per l'oggetto della partecipazione ne risulta sostanzialmente modificato l'oggetto sociale determinato dallo statuto”*. Pertanto, è vietato l'acquisto di partecipazione in altre imprese qualora ne derivi un cambiamento sostanziale dell'oggetto sociale. La delibera con la quale viene decisa l'assunzione di partecipazioni in altre imprese è di competenza dell'organo amministrativo e pertanto non impugnabile dai soci se non per eventuali lesioni dei diritti. Tuttavia, lo statuto può prevedere che la competenza nel deliberare circa l'assunzione di partecipazioni spetti all'assemblea ordinaria dei soci ai sensi dell'art. 2364 c.c.; in tal caso saranno i soci assenti, dissenzienti ed astenuti ad impugnare la delibera, qualora lo ritengano necessario a propria tutela.

Serve però puntualizzare che la variazione dell'oggetto sociale deve essere di sostanza e non solo di forma: a titolo di esempio si pensi alla necessità per le società di indicare nell'oggetto sociale la possibilità di contrarre debiti anche rappresentati da mutui ipotecari o chirografari, di porre in essere operazioni di locazioni finanziaria, di stipulare contratti di locazione immobiliare; tali indicazioni si rendono necessarie anche nell'oggetto sociale di società che non esercitano attività di intermediario finanziario né di immobiliare di gestione; rimane necessario che l'oggetto contempli dette attività per poterle porre in essere nella normale vita societaria. Qualora un oggetto sociale ne fosse originariamente privo, l'introduzione di siffatte clausole, a giudizio di chi scrive, non legittimerebbe il recesso del socio dissenziente, astenuto o assente perché si tratta pur sempre di clausole di funzionamento della società, senza le quali, almeno nell'economia contemporanea, difficilmente una società, anche azionaria, potrebbe pensare di confrontarsi con il mercato.

La seconda causa di recesso, ossia la trasformazione della società in altro tipo, va considerato in senso ampio comprendendo sia la trasformazione (omogenea o eterogenea) vera e propria, sia le operazioni di fusione o la scissione per effetto delle quali i soci a compimento della procedura si trovino a partecipare ad un tipo societario diverso.

La delibera di trasformazione pertanto costituisce un motivo di recesso in quanto tale modifica potrebbe comportare un cambiamento sostanziale del grado di rischio implicito nella società e già esistente al momento in cui i soci hanno effettuato il proprio investimento.

Da notare come nel caso di trasformazioni c.d. “regressive” sia richiesto il consenso dei soci che assumono la responsabilità illimitata (art. 2500-*sexies*, c.1), in tal caso i soci avrebbero una doppia tutela: non accordare il consenso alla trasformazione oppure recedere; tuttavia il diritto di recesso conserva la sua utilità nel caso di trasformazione regressiva in società in accomandita semplice qualora il socio dissenziente mantenga la responsabilità limitata in quanto accomandante.

La terza causa di recesso è rappresentata dal trasferimento della sede sociale all'estero. Se da un lato la *ratio* della norma potrebbe trovare giustificazione nel fatto che il trasferimento della sede sociale all'estero potrebbe comportare una modifica delle condizioni di rischio dell'investimento legato alla diversa legislazione da applicare trasferendo la sede; attenzione dovrebbe però essere posta ai trasferimenti intra-UE; in effetti, considerando il processo di armonizzazione dei diritti nazionali all'interno della Unione Europea, in questa causa di recesso si potrebbero addirittura ravvisare problemi di legittimità rispetto al principio di libertà di stabilimento e di circolazione delle società sanciti dalle formulazioni del diritto comunitario<sup>37</sup>.

Non volendo, tuttavia, in questa sede soffermarci sui problemi di legittimità è giusto il caso di sottolineare come un effetto del tutto analogo al trasferimento della sede all'estero lo si potrebbe avere in caso di operazioni di fusione transfrontaliere con fissazione della sede della società “trasformata” in un altro Paese.

Ad ogni modo è bene dare evidenza di come il cambiamento della sede della società, ed il conseguente assoggettamento ad una legislazione diversa, possa addirittura prestarsi ad un eventuale progetto di elusione della normativa sul recesso, inderogabile in Italia ma potenzialmente non garantita nello Stato di destinazione<sup>38</sup>.

Proseguendo con la nostra disamina, come quarta causa di recesso il legislatore individua la revoca dallo stato di liquidazione.

Con la riforma del diritto societario del 2003 è stata prevista espressamente la possibilità di revocare a maggioranza lo stato di liquidazione della società; in maniera per così dire

---

<sup>37</sup> Sull'argomento CARMIGNANI, *Articolo 2437. Diritto di recesso* in *La riforma delle società. Commentario del D.Lgs. 17 gennaio 2003 n. 6*, a cura di Sandulli-Santoro, II, Giappichelli, Torino, 2003, 880.

<sup>38</sup> VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Riv. Soc.*, 2005, 321.

compensativa il legislatore ha voluto colmare il sacrificio del diritto del socio alla possibilità di rientrare in possesso dell'investimento attraverso il riconoscimento del diritto al recesso. La quota in questo caso verrà rimborsata solo a condizione che la revoca dello stato di liquidazione sia divenuta efficace per mancata opposizione; nel caso in cui dovesse rendersi necessaria una riduzione di capitale per potere rimborsare il socio recedente e che l'eventuale opposizione dei creditori venisse accolta, si verificherebbe paradossalmente un'ulteriore causa di scioglimento che riporterebbe la società nuovamente alla medesima situazione in cui si trovava ante delibera di revoca dello stato di liquidazione.

Altro motivo di recesso è rappresentato dall'eliminazione di una o più cause di recesso previste con norma derogabile o per statuto.

Tale principio può essere estensivamente applicato nel caso in cui le cause di recesso previste dallo statuto, ancorché soppresse, vengano ridefinite significativamente in modo tale da renderne più gravoso o comunque limitato l'utilizzo<sup>39</sup>. Si può pertanto affermare che un socio di società è assoggettato ad un grado di rischio tipico del momento nel quale ha deciso di investire nella società; avendo egli effettuato l'investimento consapevole di poterne "uscire" di fronte ad alcune certe situazioni (le cause di recesso), qualora queste ultime "vie di uscite" dovessero restringersi per la volontà degli altri soci, al socio stesso sarebbe riconosciuta la possibilità di veder liquidata la propria quota, o parte di essa.

Ulteriore causa di recesso è rappresentata dalla modifica dei criteri di determinazione del valore delle quote in caso di esercizio del diritto di recesso.

Anche in questo caso la *ratio* della norma va cercata nel cambiamento del quadro valutativo del socio al momento del suo investimento.

Avremo modo di trattare più compiutamente dei criteri di valutazione delle azioni del socio che recede nel prossimo capitolo cinque mentre qui per ora è necessario evidenziare che, nel silenzio della norma, debbano considerarsi legittimanti sia le "modifiche vantaggiose" che quelle "svantaggiose" per i soci, lasciando numerosi dubbi circa l'utilizzo dei criteri di valutazione anteriori o sopravvenuti.

In particolare, vengono ricomprese anche le delibere che comportano un maggior valore della quota in caso di recesso in quanto anche in questo caso il socio vede mutare le

---

<sup>39</sup> CHIAPPETTA, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: problemi interpretativi e applicativi*, in *Riv. Soc.*, 2005, 495.

condizioni di rischio del suo investimento per la possibilità che eventuali liquidazioni “troppo generose” nei confronti di altri soci recedenti minino la consistenza del patrimonio sociale<sup>40</sup>.

Circa i criteri di valutazione da utilizzare è lo stesso legislatore a dirimere ogni dubbio prevedendo all’art. 2437 – ter che “*i soci hanno diritto di conoscere la determinazione del valore di cui al secondo comma del presente articolo nei quindici giorni precedenti alla data fissata per l’assemblea*” dal che si evince che i criteri di valutazione da utilizzare sono quelli anteriori alla delibera di modifica dal momento che gli amministratori non potrebbero determinare il valore con criteri non ancora approvati.

Altra causa di recesso di incerta interpretazione è legata alle “*modifiche statutarie riguardanti i diritti di voto e di partecipazione*”<sup>41</sup>. L’incertezza in questo caso è determinata dal limite di portata della norma non ben delineato del legislatore delegato. Parte della dottrina ritiene che con la norma si volesse fare riferimento alle delibere assembleari aventi ad oggetto la modifica dei diritti patrimoniali o di indirizzo amministrativo dei soci. In tal senso sarebbero ricomprese le delibere riguardanti l’introduzione di limiti quantitativi all’esercizio del diritto di voto o la modifica di clausole statutarie relative alla distribuzione degli utili. Per il primo caso, l’eventuale restrizione del diritto di *voce* potrebbe comportare per il singolo azionista una mutazione del rischio implicito di investimento; nel secondo caso invece si assisterebbe alternativamente, in caso di una apertura alla distribuzione degli utili in luogo dell’accantonamento a riserve al potenziale recesso di azionisti proiettati a lungo termine mentre nel caso di una delibera tesa alla restrizione della distribuzione degli utili potremmo assistere ad una *exit* invocata da soci di profilo maggiormente speculativo di breve termine<sup>42</sup>.

---

<sup>40</sup> CARMIGNANI, *Articolo 2437. Diritto di Recesso* in *La riforma delle società – commentario del D.Lgs. 17 gennaio 2003 n. 6* a cura di Sandulli – Santoro Tomo II, Giappichelli, Torino, 2003, 881.

<sup>41</sup> Si veda ABU AWWAD, *I “diritti di voto e di partecipazione” fra recesso e assemblee speciali*, in *Banca Borsa e titoli di credito*, 2009, per la rappresentazione dei rapporti tra la partecipazione alle assemblee speciali ed il recesso individuale.

<sup>42</sup> Per il dibattito in esame si veda CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. Comm.* 2005, I, 295, nt. 6, per il quale il voler interpretare in modo ampio ed estensivo la norma in esame potrebbe introdurre nel sistema economico una distorsione del principio di competitività posto alla base della Legge Delega.

Tuttavia, al fine di meglio comprendere tale causa di recesso è bene preliminarmente analizzare tra gli altri anche gli articoli 2348 e 2351 del codice civile.

L'art. 2348 al secondo comma prevede che *“si possono tuttavia creare, con lo statuto o con successive modificazioni di questo, categorie di azioni fornite di diritti diversi anche per quanto concerne la incidenza delle perdite. In tal caso la società, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie”*. Sarà pertanto possibile per i soci deliberare l'emissione di nuove azioni con diritti patrimoniali diversi da quelle azioni ordinarie oppure modificare i diritti patrimoniali delle azioni già emesse; in entrambi i casi il socio in disaccordo con la delibera avrà diritto ad esercitare il recesso.

L'art. 2351, invece, dispone che *“salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni senza diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti, con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Il valore di tali azioni non può complessivamente superare la metà del capitale sociale. Lo statuto può altresì prevedere che, in relazione alla quantità delle azioni possedute da uno stesso soggetto, il diritto di voto sia limitato a una misura massima o disporre scaglionamenti. Salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni con diritto di voto plurimo anche per particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Ciascuna azione a voto plurimo può avere fino a un massimo di tre voti”*.

Anche in questo caso qualora l'assemblea deliberi una modifica dei diritti di voto il socio sarà legittimato ad esercitare il diritto di recesso.

La disposizione qualora interpretata alla lettera potrebbe estendersi a tutte le delibere che incidono sui diritti di voto e di partecipazione, comunque appare più opportuno ipotizzare che possano giustificare il recesso solo le delibere che producano una modifica diretta attraverso il cambiamento di clausole concernenti il diritto di voto o di partecipazione connessi a categorie di azioni già esistenti<sup>43</sup>.

---

<sup>43</sup>CHIAPPETTA, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: problemi interpretativi e applicativi*, in *Riv. Soc.*, 2005, 495.

Recentemente è intervenuta sull'argomento la Suprema Corte di Cassazione<sup>44</sup> tenuta a sentenziare in merito al recesso di un socio dichiarato come conseguenza di una delibera di modificazione dei *quorum* deliberativi. La Suprema Corte, facendo propria la tesi restrittiva ha potuto confermare che la stessa è preferibile rispetto alle tesi estensive in primo luogo “*al fine di temperare la tutela del socio con l'interesse conservativo della società e del patrimonio sociale*” e questo al fine poter limitare gli effetti disgregativi sul capitale sociale che l'*exit* potrebbe determinare. La Suprema Corte di Cassazione contestualmente chiariva che il diritto di recesso non deve farsi discendere dal pregiudizio procurato al singolo socio bensì dal dato oggettivo delle modifiche apportate con deliberazione, rientranti o meno tra quelle tutelate dalla norma in esame<sup>45</sup>.

L'elenco delle cause di recesso contempla, ancora, al terzo comma dell'art. 2437 del c.c. un diritto di recesso *ad nutum* per i soci, qualora la società sia contratta a tempo indeterminato e le azioni non siano quotate su un mercato regolamentato, previo un preavviso di almeno centottanta giorni. In questo caso non sembrerebbe potersi estendere la norma ai casi in cui la durata della società, seppur fissata in un tempo determinato, sia talmente lunga da protrarsi oltre alla ragionevole aspettativa di vita dei soci.

Seguendo, infatti, l'orientamento maggioritario<sup>46</sup> l'unica interpretazione della norma possibile appare quella letterale mancando i presupposti per l'applicazione analogica a quanto previsto per le società di persone dall'art. 2285 c.c. ed in particolare il diritto di “*recedere dalla società quando questa è contratta a tempo indeterminato o per tutta la vita di uno dei soci*”.

---

<sup>44</sup> Cass., 1° giugno 2017, n. 13875.

<sup>45</sup> In riferimento alla nota 44, la Corte di Cassazione ha altresì chiarito che la modifica dei *quorum* deliberativi non può farsi rientrare tra le modifiche dei diritti di voto alle quali fa riferimento l'art. 2437, comma 1 lettera g c.c.; la modifica dei *quorum* deliberativi, provvedendo esclusivamente a modificare il peso di ogni singolo voto nell'ambito della votazione stessa è ben altra cosa rispetto ad una delibera che conferisce o priva del diritto di voto alcune categorie di azioni: in quest'ultimo caso sarebbe attivabile la totale introdotta dal 2437, comma 1 lettera g.

<sup>46</sup> Si veda DELLI PRISCOLI, *L'uscita volontaria del socio dalle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2005, 175 ss., GALLETTI nel contributo contenuto ne *Il nuovo diritto delle società* a cura di Maffei Alberti, II, Cedam, Padova, 2005, 1511 e PACIELLO, *Il diritto di recesso nelle s.p.a.: primi rilievi*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2004, I, 429.

Il legislatore pertanto ha delineato due strategie di *exit* diverse per le società di capitali e per le società di persone; in queste ultime è innegabile che l'apporto personale dei soci sia parte insostituibile del "patrimonio aziendale" e da questo discende la necessità di prevedere una durata non più lunga della "vita media" dei soci stessi. Nelle società di capitali ed in particolare nelle s.p.a., il potenzialmente elevato numero di soci con la conseguente frammentazione del capitale sociale tra molti diversi azionisti da una parte e la personalità giuridica perfetta dall'altra, portano a ritenere inadeguata la stessa previsione di durata prevista per le società personalistiche, richiedendo quindi la previsione di una durata certa, seppur rinviabile per volontà dell'assemblea dei soci, oppure l'indeterminazione della durata, con le conseguenze di cui sopra in merito al recesso *ad nutum*. Entrambe le situazioni qui esposte, ovvero il rinvio del termine e l'indeterminatezza dello stesso rappresentano cause di recesso seppur con metodologie applicative e di adesione diverse.

Le cause di recesso legali inderogabili non vanno tuttavia ricercate esclusivamente nell'articolo 2437 c.c.; a queste, va aggiunta anche quella indicata all'articolo 2437 - *quinquies* c.c. che prevede un diritto di recesso in caso di delibera che comporti l'esclusione della quotazione su un mercato regolamentato. L'articolo in esame, riservato alle società per azioni quotate in mercati regolamentati e che sostituisce la precedente previsione contenuta nell'articolo 131 del T.U.F.<sup>47</sup>, dispone testualmente che: "*se le azioni sono quotate in mercati regolamentati hanno diritto di recedere i soci che non hanno concorso alla deliberazione che comporta l'esclusione dalla quotazione*".

Tale formulazione normativa pone alcuni problemi interpretativi: il primo è legato alla nozione di "*delibera che comporta*" potendosi con tale termine intendere sia una delibera che abbia quale effetto l'esclusione della quotazione, sia una delibera che abbia come oggetto l'esclusione dalla quotazione<sup>48</sup>; il secondo problema attiene al fatto che non è chiaro se si

---

<sup>47</sup> L'art. 131 del T.U.F. prevedeva un diritto di recesso agli "azionisti dissenzienti dalle deliberazioni di fusione o di scissione che comportano l'assegnazione di azioni non quotate". Per un approfondito confronto tra le due disposizioni si rimanda a NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione del nuovo art. 2437-quinquies c.c.* in *Riv. Dir. Comm.*, 2004, I, 529 ss.

<sup>48</sup> NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione del nuovo art. 2437-quinquies c.c.* in *Riv. Dir. Comm.*, 2004, I, 540 ss.

faccia riferimento al venir meno dello *status* della società quotata o, invece, alla esclusione delle azioni quotate<sup>49</sup>.

Ad ogni modo appare condivisibile l'opinione secondo la quale l'uscita da un mercato regolamentato e la successiva ammissione in un altro mercato che garantisca uguale tutela per gli investitori non rappresenti un'ipotesi di esclusione dalla quotazione<sup>50</sup>. In questo senso infatti sul socio anche dissenziente, assente o astenuto, non graverebbe alcun onere in merito alla fungibilità delle azioni dallo stesso detenute. L'accesso ad un diverso mercato regolamentato non appare possa giustificare la richiesta di recedere dalla società; ben diversa è la situazione che si verrebbe a creare qualora in una società quotata in mercato regolamentato si determinasse di uscire dalla quotazione: qualsiasi socio vedrebbe in quella delibera un potenziale intralcio alla libera circolazione delle azioni da lui "temporaneamente detenute".

Ulteriori cause di recesso sono rinvenibili anche nell'articolo 2497-*quater* c.c. riservato ai soci di società controllate che dovessero assistere a mutamenti di assetto nei gruppi o nella controllante. L'articolo in oggetto dispone la possibilità di recedere (per i soci delle società dirette o coordinate) qualora la società che dirige/coordina dovesse mutare i propri assetti e di conseguenza influenzare la rischiosità dell'investimento dei soci delle società che vengono dirette/coordinate; a tal fine si permette il recesso a fronte di tre specifiche ipotesi: in caso di mutamento di scopo o di significativo cambiamento dell'oggetto sociale della "capogruppo", nel caso in cui la "capogruppo" fosse condannata esecutivamente al risarcimento dei danni ai sensi dell'art. 2497 c.c., in caso di inizio e termine dell'attività di direzione e coordinamento qualora la rischiosità dell'investimento ne risultasse alterata, se non fosse promossa una operazione pubblica di acquisto e non si tratti di società con azioni quotate.

Con riferimento alle prime due ipotesi preme evidenziare come esse risultino di difficile applicazione: anche se è chiara la *ratio* della norma in esame perché è altrettanto chiaro che in ambito di gruppi societari l'oggetto e gli obiettivi della controllante si proiettano sulle

---

<sup>49</sup> La seconda soluzione sembra la preferibile così come evidenziato da NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione del nuovo art. 2437-quinquies c.c.* in *Riv. Dir. Comm.*, 2004, I, 536.

<sup>50</sup> CALLEGARI, *Commento agli artt. 2437 e seguenti*, in Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti (diretto da) *Il nuovo diritto societario*, II, Zanichelli, Bologna, 2004, 1441.



controllate, non risulta agevole né dimostrare che una modifica dello statuto della società controllante incida in modo “*sensibile e diretto*” sulle condizioni economiche della società controllata<sup>51</sup>, né giungere ad un esito positivo per l’azione di responsabilità prevista dall’art. 2497 c.c. .

Di più agevole fruizione appare, invece, la terza fattispecie legata all’inizio o alla fine dell’attività di direzione e coordinamento di società<sup>52</sup>. Il legislatore per questa causa di recesso prevede infatti parametri e confini ben precisi legati alla mutazione delle condizioni di rischio, alla non adesione ai mercati regolamentati della società oggetto di direzione e coordinamento, e per finire qualora non fosse promossa l’o.p.a. per la raccolta delle azioni. Ancora, l’articolo 34, sesto comma nel D.Lgs. 5/2003 prevede un diritto di recesso in caso di introduzione o rimozione di clausole compromissorie. Sembra quantomeno opportuno l’intervento operato dal legislatore che ha determinato l’inclusione nell’ordinamento di questa specifica causa di recesso. Lo stesso legislatore dimostra coscienza in merito ad una delle tematiche che affliggono maggiormente le dinamiche aziendali ovvero la litigiosità e la durata dei procedimenti civili. In tal senso tutte le società sono obbligate a dotarsi di “sistemi alternativi di giudizio” ai quali accedere nel caso si rendesse necessario dirimere alcune controversie. Ben comprensibile ed evidente è la mutazione di rischiosità dell’investimento che potrebbe insorgere qualora da uno statuto societario fossero rimossi tutti i rinvii all’arbitrato quale organo di prima istanza deputato alla definizione delle controversie.

Infine, l’art. 2343 c.c. prevede una causa di recesso riservata al socio conferente beni in natura svalutati di oltre un quinto in sede di verifica periodica del valore degli stessi. Detta ultima causa di recesso è però tutt’altro che lineare nella sua applicazione; si ritiene di puntare il focus su una semplice questione valutativa; il socio conferente beni in natura ha

---

<sup>51</sup> MONTALENTI, *Osservazioni*, in *Riv. Soc.*, 2002, 1551.

<sup>52</sup> Per una più approfondita trattazione della disciplina del diritto di recesso nell’ambito della direzione e coordinamento delle società si rimanda a SCHIANO DI PEPE, *Il diritto di recesso nei gruppi*, in *Società*, 2003, 1207 ss., CALLEGARI, *Commento all’art. 2497 - quater*, in Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti (diretto da) *Il nuovo diritto societario*, III, Zanichelli, Bologna, 2004, 2206 ss., CARIELLO, *Commento all’art. 2497 - quater*, in Niccolini - Stagno d’Alcontres (a cura di) *Società di capitali. Commentario*, volume 3, Jovene, Napoli, 2004, 1886 ss, e PAVONE LA ROSA, *Nuovi profili della disciplina dei gruppi societari*, in *Riv. Soc.*, 2003, 776 ss.

diritto di recedere qualora il valore dei beni da lui conferiti venisse ridotto di oltre un quinto in sede di valutazione periodica di consistenza. Sostanzialmente, il socio non “accetterebbe” tale minor valore ma, in sede di liquidazione della sua quota si ritiene che proprio tale minor valore sarebbe parte del procedimento valutativo dell’organo amministrativo. In qualche modo pertanto la svalutazione, seppur non accettata dal socio tanto da farlo recedere dalla società, si renderebbe comunque esplicita anche in sede di liquidazione della “quota ideale del patrimonio societario” afferente allo stesso socio.

### **II.3 Le cause legali derogabili**

Accanto alle cause di recesso legali inderogabili troviamo le cause di recesso legali derogabili ossia quelle cause che, pur essendo previste dalla legge ed in particolar modo al secondo comma dell’art. 2437 c.c., possono essere rimosse per volontà dei soci.

Le cause di recesso legali derogabili sono:

- la proroga del termine della società;
- l’introduzione o la rimozione di vincoli alla circolazione delle azioni.

Per entrambe le fattispecie preme evidenziare come l’esclusione al diritto di recesso può essere prevista sia al momento della costituzione sia successivamente; in quest’ultimo caso la delibera con la quale viene eliminato dallo statuto tale diritto potrebbe costituire di per sé presupposto inderogabile di recesso.

La proroga della durata della società si ricollega idealmente con quanto previsto al terzo comma dell’art. 2437 c.c. che consente al socio di società per azioni non quotate il recesso in qualunque momento qualora sia prevista una durata indeterminata. Tale previsione è posta alla tutela del socio al fine di impedire che si trovi “imprigionato” all’interno della compagine sociale. L’investimento in capitale societario deve essere visto sempre in modo “temporaneo” e comunque come una decisione personale “reversibile”; ogni determinazione tesa a ridurre o perché no ad ampliare il perimetro di queste due caratteristiche tipiche dell’investimento produce di per sé causa di recesso. Bene puntualizzare che è causa di recesso anche la rimozione dei vincoli alla circolazione delle azioni. Pertanto, nel caso in cui una società fosse stata “blindata” dai soci per specifiche necessità di protezione del capitale

accumulato, la rimozione di clausole come il gradimento, la prelazione e simili renderebbe esercitabile il diritto di recesso da parti di quei soci che, dissenzienti, assenti o astenuti dalla deliberazione miravano a mantenere certo il perimetro dei soggetti detentori del capitale sociale.

Approfondendo ulteriormente, alla seconda causa di recesso derogabile per introduzione o rimozione di vincoli alla circolazione delle azioni devono intendersi sia l'inserimento, sia l'eliminazione dallo statuto di clausole che limitino o vietino il trasferimento delle azioni ma anche ipotesi "intermedie", per effetto delle quali le clausole già presenti nello statuto sono ampliate o ristrette nella loro concreta portata.

Va osservato che la rimozione di limiti previsti originariamente potrebbero addirittura aumentare l'interesse del socio permettendo una negoziazione più agevole<sup>53</sup>, a giudizio del legislatore anche la decisione della maggioranza di "aprire" la società è stata considerata idonea a modificare il quadro valutativo del socio al momento del suo investimento al punto tale da garantirgli, qualora fosse dissenziente, il diritto di recedere.

Ad ogni modo la derogabilità del recesso con riferimento alle modifiche statutarie in caso di introduzione di limiti alla circolazione delle azioni non è consentita *tout court* nel caso in cui il limite sia una clausola di mero gradimento nel trasferimento *inter vivos* o una qualunque clausola che sottoponga a particolari condizioni il trasferimento *mortis causa*. Infatti, l'art. 2355-bis c. 2 c.c. subordina l'efficacia di tali clausole alla previsione statutaria del diritto di recesso o un obbligo di acquisto delle azioni.

Analoga soluzione, sebbene non esplicitamente previsto nella norma (art. 2355-bis c.1 c.c.), sembrerebbe applicabile anche in caso di clausola statutaria che preveda un vero e proprio divieto di alienazione delle azioni per la durata massima di cinque anni<sup>54</sup>. Pertanto, il diritto di recesso può essere soppresso soltanto nei casi diversi dall'introduzione di divieto assoluto di trasferimento e dal mero gradimento per i quali lo statuto può escludere il diritto di recesso soltanto se sia previsto l'obbligo di acquisto delle azioni.

---

<sup>53</sup> MARASA', CIOCCA, *Recesso e riscatto nelle S.p.a., commento agli artt. 2437-2437-sexies del Codice Civile*, Padova, Piccin, 2011, 15.

<sup>54</sup> MARASA', CIOCCA, *rif. nota 53*, 16.

## II.4 Le cause statutarie

Le cause statutarie di recesso sono state previste per la prima volta con la riforma del diritto societario al quarto comma dell'art. 2437 c.c. e sono riservate alle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

Del resto per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio è pensiero comune che il socio, qualora ravvisasse cambiamenti sostanziali nel livello di rischio, potrebbe agilmente smobilizzare la propria partecipazione mediante alienazione delle stesse.

La preclusione delle cause statutarie di recesso alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio potrebbe far emergere problemi in sede di passaggio da società "chiusa" in società "aperta" qualora esse fossero previste nello statuto.

In particolare, è necessario distinguere la fattispecie di "passaggio a società quotata in mercati regolamentati" dalla fattispecie di "passaggio a società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante".

Nella prima ipotesi si renderà necessaria una delibera assembleare volta ad eliminare dallo statuto eventuali cause di recesso statutarie e/o limitative della circolazione delle azioni; sarà tale delibera a far sorgere il diritto di recesso e non la delibera che decreti la quotazione in borsa, dal momento che quest'ultima non dà luogo ad una trasformazione della società e quindi non si configura la fattispecie di recesso ex art. 2437 c.1 lett. b del codice civile<sup>55</sup>.

Nella seconda ipotesi, invece, non si renderà necessaria alcuna modifica statutaria essendo lo status giuridico di "società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante" conseguibile al superamento di determinati indici (numero di azionisti di minoranza e dimensioni aziendali) previsti dalla normativa CONSOB (delibera 23/12/2003 n. 14372).

Diverso è invece il caso di *delisting* delle azioni dai listini di borsa; a fronte di questa evenienza è la norma contenuta nell'art. 2437 quinquies a riconoscere il diritto di recesso ai soci che non hanno deliberato a favore dell'esclusione dalla quotazione.

---

<sup>55</sup> DE MARI, *La quotazione di azioni in mercati regolamentati: profili negoziali e rilievo organizzativo*, Giappichelli, Torino, 2004, 37 ss, in senso contrario MONTALENTI, *La società quotata, in Trattato di Diritto Commerciale diretto da Cottino*, IV, Cedam, Padova, 2004, 59 ss.

Le eventuali cause di recesso statutarie diverranno inefficaci in conseguenza alla nuova situazione giuridica e, di conseguenza, in questo caso non si realizzeranno i presupposti di cui all'art. 2437 c.1 lett. b del codice civile<sup>56</sup>.

Nel silenzio della norma non sembrerebbero esservi particolari limiti all'autonomia statutaria tanto da portare alcuni autori a prospettare la possibilità di prevedere clausole di recesso senza causa (cosiddette *ad nutum*)<sup>57</sup>.

Una siffatta clausola, tuttavia, travalicherebbe le motivazioni di fondo che hanno portato all'introduzione nel nostro ordinamento dei contenuti dell'articolo 2437 c.c. e induce, pertanto, condividendo l'orientamento maggioritario<sup>58</sup>, a rigettare l'ipotesi di legittimità delle clausole statutarie di recesso senza causa.

È opinione prevalente ricondurre le ragioni di tale posizione sia al tenore letterale della norma che indica specificamente che lo statuto può prevedere "altre cause" (quindi cause ben identificate) sia perché clausole di questo tipo potrebbero minare la solidità patrimoniale di qualsiasi società volesse dotarsene, con conseguente pregiudizio dei creditori<sup>59</sup>.

---

<sup>56</sup> Sul punto si veda MARASA', CIOCCA, Recesso e riscatto nelle S.p.a., commento agli artt. 2437-2437-sexies del Codice Civile, Piccin, Padova, 2011, 6 ss., in senso opposto STELLA RICHTER, *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2004, I, 389, ss.

<sup>57</sup> Di questo avviso CARMIGNANI, *Articolo 2437. Diritto di Recesso in La riforma delle società – commentario del D.Lgs. 17 gennaio 2003 n. 6* a cura di Sandulli-Santoro, Tomo II, Giappichelli, Torino, 2003, 882.

<sup>58</sup> Tra tutti CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. Comm.*, I, 2005, 303, BARTOLACELLI, *Profili del recesso ad nutum nella società per azioni*, in *Contr. e impr.*, 2004, 1162 ss, CAPIELLO, *Recesso ad nutum e recesso "per giusta causa" nella S.p.a. e nella S.r.l.*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2004, 501 ss.

<sup>59</sup> Posizione che troviamo ben esplicitata in STELLA RICHTER jr., *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2004, 395, secondo cui "la circostanza che il quarto comma dell'art. 2437 c.c. parli di "ulteriori cause" e le esigenze di tutela del patrimonio e dei creditori sociali spingono ad escludere che lo statuto di una società per azioni possa prevedere la possibilità per i soci di recedere *ad nutum* (salva naturalmente l'ipotesi legalmente prevista della società contratta a tempo indeterminato). In altre termini sarà necessario ancorare il diritto di recesso, statutariamente riconosciuto, a precisi e circoscritti presupposti obiettivamente riscontrabili". Concordi con queste considerazioni DI LIZIA, *Il diritto di recesso. I casi legali e convenzionali, modalità di recesso e di rimborso*, in *La riforma delle società. Aspetti applicativi*, Utet, Torino, 2004, 394 e CAPIELLO, *Commento agli artt. 2437 ss*, in *Codice commentato delle nuove società*, Ipsoa, Milano, 2004, 848.

La legislazione riformata, pur potenziando l'azione di protezione degli azionisti, non dimentica gli *stakeholders* e tra questi *in primis* il personale dipendente della società ed i creditori, da intendersi sia istituti finanziari che fornitori di beni e servizi; per tale motivo gli art. 2437 e ss. fissano dei paletti di confine dell'autonomia statutaria e delle cause legali derogabili e inderogabili molto stringenti.

Tuttavia, anche se il dettato normativo non prevede una esclusione sistemica di cause di recesso per "mera volontà del socio" (fatta eccezione per le società costituite con durata indeterminata), tutta la dottrina prevalente si è schierata, per diversi motivi, a sostegno della tesi di una impossibilità di integrazione negli statuti societari di cause di recesso *ad nutum*<sup>60</sup>. Invece, con riferimento al profilo della tutela dei creditori, è bene osservare come il legislatore abbia già previsto all'art. 2437-quater c.c. (che rimanda alle disposizioni contenute all'art. 2445 c.c. ed in particolare al terzo comma) un diritto di opposizione al fine di evitare che il patrimonio sociale venga intaccato.

Analoghe considerazioni possono essere sollevate, sia pur con i dovuti aggiustamenti, anche con riferimento al recesso per giusta causa, ossia al recesso conseguente a comportamenti assunti dagli altri soci, dagli organi societari o dalla società in violazione alla correttezza ed alla buona fede<sup>61</sup>. In quest'ultimo caso si ritiene necessario che l'assemblea che approva lo statuto contenente una giusta causa di recesso abbia l'onere di delinearne il perimetro in merito alla gravità ed alla tipologia di azioni e comportamenti che avrebbero da legittimarlo.

---

<sup>60</sup> Così tra gli altri GALLETTI, *Commento all'art. 2437 in Il nuovo diritto delle società* a cura di Maffei Alberti, II, Cedam, Padova, 2005 e DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, Volume 3, Utet, Torino, 2007, 232 per i quali un recesso *ad nutum* sarebbe incompatibile con il dettato letterario e con la necessità di tutelare i creditori ed il patrimonio societario; CAPPIELLO, *Recesso ad nutum e recesso "per giusta causa" nella S.p.a. e nella S.r.l.*, in *Riv dir. comm.*, 2004, I, 512 che ritiene che per le caratteristiche intrinseche della s.p.a. non spetterebbe ai soci il potere di incidere direttamente sugli ambiti operativi e organizzativi dello stesso ente societario; CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. Comm.*, 2005, I, 303, ritiene invece non meritevole di tutela il socio che intende liberarsi in qualsiasi momento dell'obbligazione assunta acquistando le azioni di una società costituita a tempo determinato.

<sup>61</sup> CAPPIELLO, *Recesso ad nutum e recesso "per giusta causa" nella S.p.a. e nella S.r.l.*, in *Riv dir. comm.*, 2004, I, 511 ss.

## **II.5 I limiti all'autonomia statutaria**

Analizzata la legittimità del recesso per giusta causa e la riconosciuta illegittimità del recesso *ad nutum*, il problema dei limiti all'autonomia statutaria si ripropone dovendosi accertare se lo statuto possa prevedere senza eccezioni ogni altra vicenda oppure se le cause statutarie debbano rappresentare uno strumento di tutela del socio dissenziente.

Necessario quindi dapprima riconoscere come il Legislatore abbia voluto in qualche modo incaricarsi di dettare le norme valide a livello sistemico ma abbia lasciato libertà ai soci delle società di determinare ulteriori condizioni meritevoli di tutela, condizioni che per loro stessa natura sarebbero tarate sulle necessità tipiche della singola società per azioni.

Adottando la tesi della illimitata disponibilità di approvazione di clausole di recesso<sup>62</sup> lo stesso potrebbe essere utilizzato come via di fuga anche dalla maggioranza, mentre seguendo la tesi più restrittiva<sup>63</sup> si ipotizzerebbe piuttosto un recesso come tipico strumento di disinvestimento in caso di dissenso rispetto alle decisioni degli organi sociali.

Osservando le cause di recesso legali, siano esse derogabili o inderogabili, sarebbe individuabile una ragione di fondo che le motiva per buona parte ovvero la ricerca di tutela per le condizioni essenziali dell'investimento<sup>64</sup>.

Sembrerebbe doversi ricercare anche nelle clausole di recesso convenzionali la stessa *ratio* al fine di determinarne l'ammissibilità nell'ordinamento oltre che nello statuto endsocietario.

Così, a titolo di esempio sono da escludere a priori tutte le clausole che dovessero scaturire da mutamenti della condizione soggettiva personale del socio piuttosto che della condizione oggettiva dell'investimento<sup>65</sup>. Il socio che per motivi personali volesse interrompere il rapporto di investimento e tornare in possesso della propria liquidità potrebbe accedere ad altri istituti (quali ad esempio la cessione sul mercato) piuttosto che usufruire di una clausola

---

<sup>62</sup> GALLETTI, *Commento in Il nuovo diritto delle società* a cura di Maffei Alberti, II, Cedam, Padova, 2005, 1522

<sup>63</sup> TOFFOLETTO, *L'autonomia privata e i suoi limiti nel recesso convenzionale del socio di società di capitali*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2004, I, 370 ss.

<sup>64</sup> FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, II edizione, Giuffrè, Milano, 2009, 188 e ss.

<sup>65</sup> Così FRIGENI, rif. nota 64, 189

pattizia di recesso per mera volontà di parte. Così infatti, rimettendo la facoltà di recedere alla condizione personale del socio si introdurrebbero profili di discrezionalità che potrebbero introdurre nelle società dinamiche poco trasparenti e addirittura pericolose per la conservazione del patrimonio sociale.

La ricerca dei mutamenti oggettivi delle condizioni di investimento ai quali associare una causa pattizia di recesso dovrebbe comunque essere collegata o conseguenza di un fatto o di una decisione degli organi di gestione. Nuovamente non ammissibili sembrerebbero la cause di recesso collegate a fatti non dipendenti dall'operato della società: a titolo di esempio, la quotazione in borsa di un concorrente, l'uscita di scena di un importante socio fondatore o il livello dei tassi di interessi interbancari, pur avendo riflessi diretti sul rendimento dell'investimento si ritiene non siano cause meritevoli di recesso da parte del singolo socio anche se lo stesso potrebbe subire una diminuzione dei rendimenti legata alle dinamiche citate. Si rende necessario quindi puntualizzare che il recesso è riconosciuto al socio che ritenga alcune decisioni degli organi di gestione non conformi alle condizioni di investimento dallo stesso accettabili mentre non può essere riconosciuto al socio che veda diminuire il valore del proprio investimento in seguito a dinamiche economiche indisponibili agli stessi amministratori<sup>66</sup>.

Il recesso è pertanto da riconoscersi quale strumento utile per mantenere inalterate nel tempo le condizioni di rischio dell'investimento ma non come strumento di massimizzazione dei profitti o di minimizzazione delle perdite.

Una diversa attribuzione di condizioni di recesso potrebbe introdurre nel tessuto economico una grande incertezza facendo perdere di significato la locuzione "capitale di rischio": potendo smobilizzare i propri investimenti alla prima avvisaglia di "crisi" si renderebbe il sistema economico profondamente instabile.

---

<sup>66</sup> A sostegno della tesi della possibile introduzione di cause statutarie di recesso legate alle decisioni degli amministratori FRIGENI, rif. Nota 64, 195 e PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società Liber amicorum*, Gian Franco Campobasso, v. 2, diretto da Abbadessa e Portale, Utet, Torino, 2006, 23 ss, per il rapporto tra autorizzazioni preventive ostative dell'assemblea dei soci ex art. 2364 comma 1 n. 5 e recesso del socio. Si ritiene la possibilità di recedere a fronte di atti e fatti di gestione come una forma di interferenza di rango inferiore rispetto al veto riconosciuto all'assemblea dei soci e pertanto, riconosciuta legalmente la seconda sembrerebbe potersi considerare accettabile anche la prima.



Ad ogni modo l'autonomia statutaria trova un limite nell'ultimo comma dell'art. 2437 c.c. il quale prevede la nullità di “*ogni patto volto ad escludere o rendere più gravoso l'esercizio del diritto di recesso*” nelle ipotesi previste dalla legge come cause inderogabili di recesso. Se da un lato la norma in oggetto si limita a disciplinare la validità delle clausole statutarie e dei patti parasociali per le sole cause legali inderogabili, dall'altro, di converso, non si può ritenere che nelle ipotesi di cause legali derogabili o statutarie vi sia, un'aprioristica libertà di adozione o rimozione.

Come si avrà modo di vedere nel proseguo con riferimento ai criteri di valutazione della quota del socio receduto non è possibile assegnare al socio una somma di denaro inferiore al valore reale del pacchetto azionario originario, né abbreviare i termini per l'esercizio del diritto di recesso.

Si dovrà quindi procedere con una valutazione di volta in volta e caso per caso di ogni singola clausola statutaria in modo da accertare che non rechi un aggravamento dell'esercizio del diritto al recesso.

### **III - LA LEGITTIMAZIONE, I TERMINI E LE MODALITÀ DI ESERCIZIO DEL DIRITTO DI RECESSO**

#### **III.1 Premessa**

Proseguendo con una trattazione che segue l'ordine degli argomenti così come introdotti dal legislatore nel codice civile, in questa sezione si daranno alcune informazioni essenziali sulla legittimazione, sulle modalità e sui termini per l'esercizio del diritto di recesso.

La riforma del 2003 ha reso più agevole l'esercizio del diritto di recesso prevedendo all'art. 2437-bis c.c. che *"...è esercitato mediante lettera raccomandata che deve essere spedita entro quindici giorni dall'iscrizione nel registro delle imprese della delibera che lo legittima, con l'indicazione delle generalità del socio recedente, del domicilio per le comunicazioni inerenti al procedimento, del numero e della categoria delle azioni per le quali il diritto di recesso viene esercitato. Se il fatto che legittima il recesso è diverso da una deliberazione, esso è esercitato entro trenta giorni dalla sua conoscenza da parte del socio.*

*Le azioni per le quali è esercitato il diritto di recesso non possono essere cedute e devono essere depositate presso la sede sociale.*

*Il recesso non può essere esercitato e, se già esercitato, è privo di efficacia, se, entro novanta giorni, la società revoca la delibera che lo legittima ovvero se è deliberato lo scioglimento della società".*

#### **III.2 La legittimazione**

La nuova formulazione dell'art. 2437 comma 1 c.c. prevede che il diritto di recesso spetti a tutti i soci "che non hanno concorso" all'approvazione della delibera la cui approvazione legittima, appunto, il recesso stesso.

Vengono quindi ricompresi oltre che i soci presenti ma dissenzienti, anche i soci astenuti o assenti.

Il dato letterario è però parzialmente diverso ai sensi dell'art. 34 comma 6 D.Lgs. n. 5 del 2003 secondo il quale “in caso di deliberazioni assembleari aventi ad oggetto l'introduzione o la soppressione di una clausola compromissoria viene riconosciuto il diritto di recesso ai soli soci assenti o dissenzienti”.

Analizzando il tenore letterale della norma, sembra condivisibile la tesi secondo la quale la mancata inclusione dei soci astenuti sia da considerarsi come una “svista” del legislatore. Non esistendo ragioni per attribuire “*al socio astenuto un trattamento differenziato a seconda che la delibera abbia uno degli oggetti previsti dall'art. 2437 c.c., o l'oggetto di cui all'art. 34 D.Lgs. n. 5/2003*”<sup>67</sup>.

Nulla invece dice la norma in esame circa la legittimazione al recesso quando il presupposto del recesso non è una delibera assembleare.

Nel caso in cui la causa derivi da un fatto diverso da una delibera assembleare la legittimazione all'esercizio va ricercata in diversi elementi.

Nelle società costituite a tempo indeterminato con azioni non quotate sono legittimati al recesso *ad nutum* tutti i soci, indipendentemente dal loro comportamento adottato durante l'assemblea deliberante la durata a tempo indeterminato della società.

Nelle società controllate ai sensi dell'articolo 2497 c.c. in caso di inizio o fine dell'attività di eterodirezione o, ancora, in caso modifica dello scopo o dell'oggetto sociale della capogruppo il diritto di recesso spetterà indistintamente a tutti i soci della società sottoposta a direzione e coordinamento, di convesso in caso di condanna della capogruppo con sentenza esecutiva per abuso del potere di direzione, il diritto di recesso spetterà unicamente ai soci a favore dei quali è stata pronunciata tale sentenza<sup>68</sup>.

Problematica ancora irrisolta riguarda il diritto di recesso nell'ipotesi in cui la legittimazione derivi da una delibera di un organo societario diverso dall'assemblea dei soci.

L'esempio emblematico è il caso in cui il consiglio di amministrazione deliberi una fusione con contestuale modifica dell'oggetto sociale (artt. 2505 e 2505-bis c.c.).

---

<sup>67</sup> DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società Liber amicorum*, Gian Franco Campobasso, v. 3, diretto da Abbadessa e Portale, Volume 3, Utet, Torino, 2007, 242, in senso opposto STELLA RICHTER jr., *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2004, 396.

<sup>68</sup> Per una approfondita analisi si veda VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2012.

Come argomentato da Ventoruzzo<sup>69</sup> in questo contesto paiono possibili due soluzioni: la prima è quella di consentire il recesso ai soli azionisti che non abbiano concorso alla delibera con la quale il potere di decidere la fusione viene delegato agli amministratori<sup>70</sup>; la seconda, che appare maggiormente condivisibile anche per le valutazioni già espresse in tema di recesso conseguente a fatti gestori, prevede che il diritto di recesso sorga a fronte della decisione del consiglio di amministrazione. In questo ultimo caso, l'impossibilità di discriminare i soci favorevoli dai soci dissenzienti (e, tanto meglio, assenti e astenuti) farebbe sì che siano legittimati al recesso tutti i soci.

Infine, per l'ipotesi delle cause di recesso statutarie si può ritenere che lo statuto possa disciplinare la legittimazione subordinandola ad eventuali condizioni.

### **III.3 Le modalità operative**

Dalla lettura dell'art. 2437-bis c.c. possiamo fin da subito apprezzare come lo strumento da utilizzare per la comunicazione sia quello della lettera raccomandata spedita dal recedente alla sede legale della società così come risultante dal Registro delle Imprese.

Sono certamente altresì ammissibili altre forme di comunicazione che diano pari o maggiore certezza dell'avvenuta ricezione come la notifica a mezzo ufficiale giudiziario, telefax, a mezzo posta elettronica certificata inviata al domicilio di posta elettronica certificata della società iscritto presso il Registro delle Imprese<sup>71</sup> con sottoscrizione mediante dispositivo di firma digitale.

---

<sup>69</sup> VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*. Giuffrè, Milano, 2012, 51.

<sup>70</sup> Tale soluzione a detta dello stesso Ventoruzzo non appare condivisibile per due ordini di ragioni: “in primo luogo tale delibera non è compresa tra i casi inderogabili di recesso previsti dalla legge e solo a costo di una interpretazione ortopedica e poco ortodossa parrebbe riconducibile alle ipotesi contemplate dal legislatore. In secondo luogo, la delibera di delega, in sé, non giustifica il recesso perché solo ipoteticamente essa determinerà – peraltro in un momento futuro eventualmente anche lontano nel tempo – una modifica dello statuto che legittimi l'*exit*”.

<sup>71</sup> Il Decreto legge 29 novembre 2008, numero 185 – “Decreto Anti-crisi” – convertito in Legge 2 del 29 gennaio 2009 ha previsto l'obbligo di dotarsi di una casella di posta elettronica certificata per tutte le società

Come ormai universalmente noto, il sistema di posta elettronica certificata permette di conoscere esattamente data e ora di invio della comunicazione, data ed ora di consegna nel domicilio elettronico PEC<sup>72</sup> del destinatario e, cosa ancora più essenziale, consente di eliminare ogni eventuale controversia relativa al contenuto della dichiarazione<sup>73</sup>.

Seconda caratteristica che si ritiene necessaria è la presenza di una firma digitale o di una firma elettronica qualificata o avanzata non ritenendo sufficiente la presenza della sola firma elettronica non qualificata<sup>74</sup>.

Si potrebbe reputare pienamente efficace anche la dichiarazione di recesso trascritta sul verbale di assemblea che contenga la delibera che legittima il recesso<sup>75</sup>: in tal caso, sebbene potrebbe essere considerata prematura, in quanto la delibera avrà il suo effetto dall'iscrizione nel Registro delle Imprese, è da ritenersi legittima anche se a condizione che siano adempiute le formalità pubblicitarie necessarie affinché la delibera produca i suoi effetti.

La comunicazione del recesso deve riportare le generalità del socio recedente, l'elezione di un domicilio per le comunicazioni inerenti al procedimento, oltre al numero e la categoria delle azioni per le quali il diritto di recesso viene esercitato.

---

già iscritte presso il Registro delle Imprese e, pena la non iscrizione della stessa, per tutte le società di nuova costituzione.

<sup>72</sup> Acronimo di "posta elettronica certificata".

<sup>73</sup> Non sono rari i casi nei quali, a fronte di una lettera raccomandata, il destinatario dichiara di aver ricevuto alcuna documentazione o documentazione difforme rispetto al reale contenuto.

<sup>74</sup> In questa sede basti specificare che un documento con firma elettronica (non qualificata) non è altro che la riproduzione fotostatica di un documento sul quale è apposta la firma autografa del dichiarante; diverso è il concetto di firma elettronica qualificata e firma digitale, termini con i quali si identifica l'apposizione su un determinato argomento di una specie di "sigillo" che rende assolutamente indiscutibile sia l'apposizione stessa sia il soggetto firmatario (le caratteristiche principali sono l'apposizione mediante creazione di un algoritmo di creazione univoco, il documento siglato in copia è indistinguibile dall'originale, la firma è opponibile in sede di giudizio processuale) fino ad arrivare alla firma elettronica avanzata, le cui regole tecniche emanate con il D.P.C.M. 22 febbraio 2013 e pubblicate in G.U. 117 del 21 maggio 2013; quest'ultima consiste in una firma con le caratteristiche probatorie della digitale e la possibilità di produrne stampe fotostatiche.

<sup>75</sup> Conformemente a DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, v. 3, diretto da Abbadessa e Portale, Utet, Torino, 2007, 243 ss.

Si tratta di informazioni che, oltre a riconoscere il diritto di recesso parziale (come avremmo modo di evidenziare nel corso del presente capitolo), rendono più agevole per la società l'espletamento dei successivi adempimenti previsti per la liquidazione della quota.

La mancanza delle informazioni potrebbe rilevare al fine di escludere responsabilità della società in caso di ritardi nella liquidazione ma non si ritiene che comunque possa essere fonte di nullità o di inefficacia della dichiarazione di recesso a meno che non determini incertezza assoluta nell'individuazione del socio recedente.

Interessante comunque puntare il focus anche sul soggetto legittimato a dichiarare la volontà di recedere. È frequente nel nostro tessuto economico finanziario l'esistenza di pacchetti azionari per i quali, in virtù di specifici accordi e contratti, si ottiene una separazione netta tra l'intestatario delle azioni ed il detentore o possessore delle stesse. La norma in esame ricerca nel socio dissenziente, assente o astenuto o, in casi specifici, in tutti i soci i soggetti legittimati ma, nulla indica in merito a tutte le condizioni di separazione della titolarità del pacchetto azionario dal possesso delle stesse. Così per esempio potremmo osservare pacchetti azionari con un nudo proprietario che cede temporaneamente l'usufrutto a terzi, ovvero pacchetti azionari sui quali alcuni istituti finanziari potrebbero iscriverne pegni o altre pregiudiziali quali ipoteche.

I casi analizzabili sono molteplici e in questa fase osserveremo solo questi due.

Si ritiene che, nel tipico caso del pacchetto azionario posseduto da un usufruttuario (che pertanto gode dei frutti civili delle azioni stesse ma non può alterarne la destinazione economica), il diritto di recesso spetti esclusivamente al socio nudo proprietario, potendo l'usufruttuario solamente fare azione di rivalsa sul recedente qualora quest'ultimo avesse da ottenere la liquidazione delle azioni prima del decorso del termine del contratto di usufrutto. Nel caso invece di un pacchetto azionario dato in pegno a garanzia di altri rapporti o posizioni finanziarie, il titolare del diritto di pegno, preso atto dell'istanza di recesso da parte del socio potrebbe solamente pretendere la sostituzione delle azioni impegnate (e per le quali di richiede di poter recedere) con altre aventi pari solvibilità, altra garanzia di livello pari o superiore oppure il rientro dalle partite debitorie.

### **III.4 I termini per l'esercizio del diritto di recesso**

Determinata la possibilità di utilizzare diverse metodologie per compiere le formalità necessarie al fine di dar corso alla dichiarazione di recesso e a tutto l'iter che ne consegue, la riforma risolve le incertezze interpretative della normativa precedente sul tema del termine entro il quale dichiarare la volontà di recedere.

Innanzitutto, il legislatore inverte completamente la previgente disposizione che faceva coincidere i termini di recesso con il ricevimento da parte della società della comunicazione piuttosto che con la sua stessa spedizione.

Ora, in via generale, i nuovi termini per dichiarare la volontà di recedere sono di quindici giorni dall'iscrizione nel Registro delle Imprese della delibera che legittima il recesso stesso. La regola generale trova due eccezioni qualora il recesso sia motivato da un fatto diverso da una delibera e qualora sia motivato dall'introduzione o dalla soppressione di una clausola compromissoria.

Nel primo caso il termine è fissato dall'art. 2437 bis comma 1 c.c. in trenta giorni dal momento in cui il socio ne viene a conoscenza; tale regola presenta difficoltà di applicazione in quanto la data di conoscenza del fatto potrebbe essere di difficile individuazione.

Inoltre, limitatamente alle clausole statutarie ed a quelle legali derogabili, possono essere introdotti nello statuto dei termini diversi di applicazione, anche ridotti rispetto a quelli legali; l'assunto dell'articolo 2437 ultimo comma c.c. opera infatti esclusivamente per le cause inderogabili (rendendo nullo ogni atto o patto che le escluda o ne renda più gravoso l'esercizio<sup>76</sup>).

La seconda eccezione, ovvero la soppressione o l'introduzione di una clausola compromissoria, è contenuta nell'art. 34 D.Lgs. n. 5/2003 nel quale è fissato il termine di novanta giorni senza precisarne la data di decorrenza. Si ritiene considerare tale causa legittimante il recesso alla stregua delle cause legali inderogabili e di conseguenza si ritiene

---

<sup>76</sup> Nulla vieta, altresì, agli statuti di prevedere termini maggiori per l'esercizio del diritto in oggetto del presente lavoro e di proporre l'applicazione anche alle clausole inderogabili di recesso. In questo caso, qualora una società si dotasse di termini maggiori rispetto a quelli legali per la dichiarazione di recesso da parte del socio, sarebbe valida la successiva delibera assembleare che riducesse i termini per le clausole inderogabili entro quelli legali dei quindici e trenta giorni. Naturalmente, a fronte di una tale delibera i soci potrebbero recedere ai sensi dell'articolo 2437, primo comma, lettera g c.c.

far decorrere il diritto dalla data di pubblicazione al Registro delle Imprese con trenta giorni a disposizione del socio per valutare e comunicare la propria scelta di recedere alla sede legale della società partecipata.

Proseguendo nella trattazione dell'articolo 2437-bis c.c. è possibile rinvenire le disposizioni dettate dal legislatore in merito al trattamento da riservare alle quote recedute: al secondo comma leggiamo che *“le azioni per le quali è esercitato il diritto di recesso non possono essere cedute e devono essere depositate presso la sede sociale”*.

La ratio della norma appare oscura, potendo credibilmente affermarsi che non si rinvergono motivazioni che giustifichino il divieto al socio receduto di cedere le proprie azioni. In tal caso l'acquirente subentrerebbe nella situazione del cedente e quindi maturerebbe il diritto a percepire il controvalore delle azioni determinatosi nel procedimento di liquidazione<sup>77</sup>.

La norma non indica un termine perentorio entro il quale il socio è tenuto al materiale deposito delle azioni presso la società. La normativa in argomento è una fattispecie a formazione progressiva e da questo ne deriva che è onere del socio che intende recedere provvedere tempestivamente al deposito dei titoli. In effetti è tutto interesse del recedente fare in modo che la procedura, nei termini di legge, sia compiuta nel periodo più breve possibile data la possibilità che la stessa termini con la liquidazione del valore delle quote (in difetto terminerà con lo scioglimento della società oppure con il ritiro della delibera legittimante).

Nel silenzio della norma circa il termine entro il quale devono essere depositate è ragionevole pensare che esso debba avvenire contestualmente alla comunicazione del recesso o al più tardi entro l'avvio del procedimento di liquidazione<sup>78</sup>.

---

<sup>77</sup> DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, v. 3, diretto da Abbadessa e Portale, Utet, Torino, 2007, 245; secondo GALLETTI, in *Il nuovo diritto delle società* a cura di Maffei Alberti, II, Cedam, Padova, 2005, 1499 ss. la ratio dell'incapacità sarebbe da ricercare nella volontà di *“evitare il rischio per i terzi acquirenti di acquistare titoli il cui valore economico sia poi soggetto ad una modifica non prevista al momento contrattuale, in forza di eventi estranei alla volontà del cessionario”*.

<sup>78</sup> In questo senso DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società Liber amicorum, Gian Franco Campobasso*, v. 3, diretto da Abbadessa e Portale, Utet, Torino, 2007, 246 e CALLEGARI, in *Il nuovo diritto societario. Commentario* Cottino–Bonfante–Cagnasso–Montalenti, II; Zanichelli, Bologna, 2004, 1416-1417.



Nel caso in cui il recedente intenda perseverare nell'omissione del deposito, potranno essere a lui imputabili due conseguenze dirette:

- gli amministratori potranno sospendere le successive fasi della liquidazione fino al deposito delle azioni;

- qualora altresì non avvenisse il deposito nei termini riservati alla società per revocare le cause scatenanti la procedura in esame o per deliberare lo scioglimento dell'ente, la dichiarazione di recesso dovrebbe ritenersi decaduta.

Nel comportamento del socio "non diligente" si ritiene di poter rinvenire la volontà dello stesso di revocare la propria dichiarazione di recesso.

Tra l'altro, nel silenzio della norma in merito ai termini di deposito del pacchetto azionario presso la sede della società, si ritiene possa lo statuto stesso prevederne tempi e metodi al fine di rendere certa ed opponibile la procedura posta in essere anche nei confronti dei terzi che potrebbero vedere lesi i propri diritti dal recesso stesso.

Come ben noto con la riforma del diritto societario 2003 il legislatore ha inteso donare allo statuto societario quella sorta di centralità che prima mancava; si ritiene pertanto necessario farne buon uso e, qualora la legge come nel caso in esame dimenticasse di definire il perimetro di applicazione di una norma, con lo statuto i soci possono ben porvi rimedio al fine di limitare il numero e la pericolosità di eventuali contestazioni procedurali.

### **III.5 Il recesso parziale**

Nel primo comma dell'articolo 2437 c.c. è possibile rintracciare la giustificazione legale ad un altro assunto ovvero la possibilità per il socio di recedere solo per una frazione della propria partecipazione. Infatti, nel dettato della norma in esame si può leggere che il recedente è tenuto a comunicare alla società il numero e la categoria di azioni per le quali esercita il diritto di recesso. Tale formulazione permette al socio di poter decidere di uscire totalmente dalla società oppure ridurre la propria partecipazione. Tuttavia, tale facoltà trova una restrizione: il recesso parziale è consentito nel limite in cui il socio che lo voglia esercitare non abbia votato a favore della delibera assembleare che lo legittima; in altre

parole spetta per la sola parte di azioni per le quali non abbia esercitato il diritto di voto o abbia votato in senso contrario rispetto alla delibera assembleare<sup>79</sup>.

Il diritto al recesso deve essere comunque visto nell'ottica del socio di capitale che mira da un lato al mantenimento del proprio patrimonio e alla crescita dello stesso e dall'altro all'ottenimento di dividendi. Più in generale però gli azionisti tendono a concepire il proprio pacchetto di investimento secondo il proprio personale grado di rischio accettabile.

La decisione di recedere sarebbe sempre di fatto legata alla mutazione del grado di rischio dell'investimento ma questa non sarebbe sempre risolvibile con l'*exit* totale dalla società ma parrebbero ottimali soluzioni ibride con le quali il socio recedente potrebbe mirare alla diminuzione del proprio impegno con una società per deviarne il capitale ottenuto nell'investimento in altra società per mantenere inalterato il grado di rischio complessivo del proprio pacchetto azionario.

---

<sup>79</sup> Concorde con tale tesi STELLA RICHTER jr., *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2004, 398, in senso opposto CAPPIELLO, *Commento agli artt. 2437 ss. e 2497-quater*, in *Codice commentato delle nuove società*, Ipsoa, Milano, 2004, 109, secondo il quale il diritto di recesso parziale spetta al socio "a prescindere dall'ipotesi di voto divergente".

## IV - L'EFFICACIA DELLA DICHIARAZIONE DI RECESSO

### **IV.1 L'efficacia della dichiarazione di recesso: aspetti generali**

Sebbene il diritto di recesso del socio di società di capitali sia stato diffusamente regolato ed ampliato dalla riforma del 2003, non mancano ad oggi elementi di incertezza collegati al momento in cui si verifica l'effettiva cessazione dello *status socii* con conseguente divieto per il recedente di esercizio di diritti allo stesso oramai non più spettanti.

Con la stesura del testo definitivo della riforma del diritto societario, il legislatore ha parzialmente omesso di disciplinare l'efficacia del diritto di recesso, lasciando di fatto questo onere all'interprete sia esso dottrina o giurisprudenza.

Conseguenza diretta dell'incertezza lasciata dalla norma, della natura "temporale" e legata ad un procedimento per *step* successivi della materia in oggetto, nel quadro di riforma sono stati individuati e approfonditi due principali orientamenti in antitesi tra loro, costellati da una serie di tesi intermedie ben numerose perché numerose sono le fasi del procedimento di recesso e liquidazione del rimborso del valore delle azioni alle quali si potrebbe far riferimento per sospendere lo stato di socio.

L'argomento in esame risulta essere tutt'altro che di poco conto perché la dichiarazione di recesso da parte del socio non sospende tutte le altre dinamiche societarie tra le quali possiamo annoverare ulteriori assemblee dei soci nelle quali potrebbero essere adottate ulteriori delibere ancora potenzialmente oggetto di recesso; potremmo tra l'altro verificare l'eventualità che, nel periodo di tempo intercorrente tra la dichiarazione di recesso e la liquidazione del valore di rimborso delle azioni, i soci dispongano di distribuire dividendi oppure dispongano di emettere un prestito obbligazionario con privilegio di sottoscrizione da riservarsi ai soci.

Nel presente capitolo esamineremo i tempi del recesso soffermandoci con particolare attenzione sul momento dell'efficacia dello stesso, in termini di definitiva perdita della qualità di socio da parte del recedente conseguentemente di perdita dei relativi diritti sociali.

## **IV.2 La tesi dell'efficacia immediata**

Secondo un primo orientamento, il momento dell'efficacia del recesso e, quindi, dello scioglimento del vincolo contrattuale va individuato nella ricezione da parte della società della dichiarazione che ne esplicita la volontà del socio<sup>80</sup>.

Le ragioni a sostegno di questa prima tesi sono di carattere generale e conseguenti alle norme codicistiche in tema di dichiarazioni recettizie alle quali si ricorre nel silenzio della norma in oggetto: i sostenitori della tesi dell'efficacia immediata ricordano che in difetto di chiare indicazioni della norma in senso contrario, è dovuta l'applicazione dei principi propri delle dichiarazioni recettizie previsti all'art. 1334 – 1335 c.c. in quanto il recesso del socio è configurato come un atto unilaterale e recettizio, deputato a perfezionarsi ed a produrre i propri effetti sin “dal momento in cui pervenga a conoscenza” della società a cui è destinato<sup>81</sup>. Ulteriore indizio è tratto dalla disciplina del recesso nelle società costituite a tempo indeterminato e le cui azioni non sono quotate in un mercato regolamentato (art. 2437 co.3, c.c.) ove si prevede che “*il socio può recedere con il preavviso di almeno centottanta giorni*”, rinviando di fatto ed in maniera espressa l'efficacia del recesso nell'interesse della società, lasciando, per converso, intendere che, in assenza di una analoga espressa previsione, la regola applicabile sarebbe quella dell'efficacia immediata<sup>82</sup>.

---

<sup>80</sup> Nell'impossibilità di elencare tutte le opere, richiamiamo: DE ANGELIS, *Esercizio del diritto di recesso e cessazione dello status socii*, in *Società*, 1994, 1227; NOBILI, SPOLIDORO, *La riduzione del capitale sociale*, in *Trattato Colombo-Portale*, 6, 1, Utet, Torino, 1998, 441; CORSI, *Il momento di operatività del recesso nelle società per azioni*, in *Giur. Comm.*, I, 2005, 317 ss.; SALAFIA, *Il recesso del socio e l'impugnazione della delibera che lo giustifica*, in *Società*, 2011, 789 ss.; TRIMARCHI, *Il recesso del socio dai tipi societari capitalistici e applicativi notarili*, in *Studi e materiali*, 2012, 525 ss.

In giurisprudenza appare quanto mai ambigua la posizione espressa da Cass., 19.3.2004, n. 5548, pubblicata fra l'altro in *Giur.it.*, 2004, 1660, secondo la quale “Il recesso del socio da una società è un negozio unilaterale recettizio, destinato a perfezionarsi ed a produrre i propri effetti sin dal momento in cui la dichiarazione che lo esprime sia pervenuta nella sfera di conoscenza della società destinataria” per altro verso ad avviso dei giudici sarebbe “condivisibile l'opinione di chi reputa perdurante la qualità di socio del receduto fino al momento in cui sia concluso il procedimento di liquidazione e rimborso della quota”.

<sup>81</sup>SALAFIA, *Il recesso del socio e l'impugnazione della delibera che lo giustifica*, in *Società*, 2011, 790.

<sup>82</sup>Considerazione rinvenibile in MALTONI, *Il recesso e l'esclusione nella nuova società a responsabilità limitata*, in *Notariato*, 2003, 311, e alla quale si può attingere anche in tema di società per azioni.

Altro argomento a supporto di tale tesi deriverebbe dall'art. 2437-bis, co.2 del codice civile che impone per *“le azioni per le quali è esercitato il diritto di recesso non possono essere cedute e devono essere depositate presso la sede sociale”*. Secondo i sostenitori della tesi in esame si tratterebbe di una sorta di sterilizzazione e di spossessamento dei diritti sociali che legittimano il socio ad intervenire in assemblea. Il socio recedente in conseguenza alla ricezione da parte della società della dichiarazione di recesso diventerebbe esclusivamente titolare del diritto di ottenere il rimborso della propria partecipazione ed i mezzi di tutela ad esso affidati diventerebbero quelli tipici legati all'aspettativa del creditore di incassare tempestivamente il proprio credito.

L'efficacia immediata del recesso eviterebbe che il socio recedente possa essere ancora esposto all'eventuale richiesta di ulteriori versamenti richiesti in sede di deliberazione di aumento del capitale sociale a pagamento o possa subire, per esempio, le conseguenze di una eventuale fusione o trasformazione (anche regressiva o eterogenea) della società nel perdurare del procedimento di liquidazione delle azioni.

Sempre con riferimento all'art. 2437-bis, al comma 3 si stabilisce che *“il recesso non può essere esercitato e, se già esercitato, è privo di efficacia, se, entro novanta giorni, la società revoca la delibera che lo legittima ovvero se è deliberato lo scioglimento della società”*: non avrebbe senso una simile previsione se si aderisse all'opposta tesi che, come avremo modo di vedere nei paragrafi seguenti, collega l'efficacia del recesso al termine della procedura di liquidazione<sup>83</sup>.

Ulteriore norma posta a sostegno di questa tesi è rinvenibile nell'art. 2532 del codice civile che, in tema di società cooperative, prevede che *“il recesso ha effetto per quanto riguarda il rapporto sociale dalla comunicazione del provvedimento di accoglimento della domanda”* a maggior riprova del fatto che il legislatore, stabilendo una regola precisa per individuare il

---

<sup>83</sup>Sia permesso al riguardo di nuovo il rinvio a SALAFIA, *Il recesso del socio e l'impugnazione della delibera che lo giustifica*, in *Società*, 2011, 790; tesi questa condivisa anche da GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2000, 513 e principio analogicamente applicato per le società a responsabilità limitata da ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Commentario Schlesinger*, Tomo 1, Giuffrè, Milano, 2010, 825.

*dies a quo* di efficacia del recesso dimostrerebbe di voler derogare espressamente alla regola generale, ovvero dell'efficacia immediata del recesso<sup>84</sup>.

Secondo questa tesi il socio che ha esercitato il diritto di recesso diviene titolare di diritti “*affievoliti volti solo all'ottenimento delle rispettive liquidazioni delle azioni*”<sup>85</sup>.

Di conseguenza i diritti sociali sono sospesi: il socio receduto pertanto non potrà prendere parte all'espressione di voto né le partecipazioni andranno considerate in assemblea ai fini del raggiungimento del quorum<sup>86</sup>.

D'altro canto, in considerazione del fatto che la posizione patrimoniale del socio receduto rimane fissa al momento in cui ha esercitato il diritto di recesso qualora questo partecipasse alle decisioni societarie successive potrebbe perseguire finalità anche contrarie all'interesse sociale<sup>87</sup> pur di ottenere maggiori benefici.

### **IV.3 La tesi dell'efficacia differita al momento della liquidazione delle azioni**

Secondo una prospettiva diametralmente opposta rispetto a quella poc'anzi esposta l'efficacia del recesso verrebbe procrastinata al termine del procedimento di liquidazione delle azioni<sup>88</sup>.

Il termine di durata del procedimento di liquidazione è fissato in centottanta giorni decorrenti dalla dichiarazione di recesso e può avvenire, come avremmo modo di vedere nel proseguo, con l'acquisto delle stesse da parte dei soci o di terzi, oppure con il rimborso mediante

---

<sup>84</sup>ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Commentario Schlesinger*, Tomo 1, Milano, 2010, 820.

<sup>85</sup> Trib. Roma, 11 maggio 2005, riportata in *Società*, 2006, 54 con commento BONAVERA.

<sup>86</sup> SALAFIA, *Il recesso dei soci nelle società di capitali*, in *Società*, 2006, 420.

<sup>87</sup> Anche in questo caso sono state mutate valutazioni eseguite da MALTONI, *Il recesso e l'esclusione nella nuova società a responsabilità limitata*, in *Notariato*, 2003, 312, in tema di società a responsabilità limitata ma che risultano del tutto applicabili anche alle società per azioni.

<sup>88</sup>CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, Volume 2, Diritto delle società*, Utet, Torino, 2015, 497; MORELLI, *Recesso del socio da una s.p.a. e diritto alla liquidazione della propria quota*, nota a Cass. 19 marzo 2004, n. 5548, in *Giur. Comm.*, 2006, 1, 671.

l'utilizzo di utili e riserve disponibili, oppure, ancora, con la riduzione del capitale e conseguente annullamento delle partecipazioni<sup>89</sup>.

Nella prospettiva di questa tesi il recesso è un procedimento composto di diverse fasi temporalmente e giuridicamente collegate e consequenziali che prendono il via con il manifestarsi di una delle cause che lo legittimano, per poi proseguire con la dichiarazione di recesso, con la sua comunicazione alla società, con la mancata rimozione delle cause legittimanti, con il decorrere dei termini e si concluderebbe con la liquidazione della quota<sup>90</sup>, sempre che non ci fossero contestazioni tra l'organo amministrativo della società ed il socio receduto in merito alla valorizzazione della partecipazione da rimborsare.

Di interpretazione opposta rispetto a quanto abbiamo visto nel paragrafo precedente appare anche quanto previsto all'art. 2437-bis, co.2 del codice civile: il divieto di cessione e l'obbligo di deposito non comporterebbe di per sé, la sterilizzazione dei diritti sociali, ma anzi essi rimarrebbero in capo al socio recedente sino al termine della procedura poiché "l'esclusione immediata del socio receduto comporterebbe, poi una singolare latenza della sua quota di capitale: i diritti spettanti ai soci continuerebbero, infatti, ad essere commisurati all'ammontare complessivo del capitale"<sup>91</sup>.

Ne segue che nell'arco temporale intercorrente tra la dichiarazione di recesso e la liquidazione della partecipazione, il socio receduto manterrebbe i diritti amministrativi non potendosi ravvisare conflitti di interesse per il fatto che, qualora venisse revocata la delibera che ha legittimato il recesso o la società venisse sciolta, il recesso verrebbe neutralizzato e i soci (compreso quello che aveva esercitato il proprio diritto al recesso) sarebbero riportati sul medesimo piano.

---

<sup>89</sup>Sul punto vale la pena accennare circa l'opinione divergente circa la riferibilità del termine al solo rimborso delle azioni mediante acquisto da parte di soci o terzi o da parte della società (PACIELLO, *Commento sub art. 2437 c.c.*, in *Società di capitali, Commentario*, a cura di Niccolini e d'Alcontres, Jovene, Napoli, 2004, II, 1139) e la riferibilità dal termine anche alla fase di riduzione del capitale sociale (CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. Comm.*, 3, 2005, 309 ss.).

<sup>90</sup>In tal senso MORELLI, *Recesso del socio da una s.p.a. e diritto alla liquidazione della propria quota*, nota a Cass., 19 marzo 2004, n. 5548, in *Giur. Comm.*, 2006, 1, 671.

<sup>91</sup> GALLETTI, *Commento sub. art. 2437-bis c.c.*, in *Codice commentato delle società*, a cura di ABRIANI e STELLA RICHTER, Utet, Torino, 2010, 1637.

In questo senso il socio receduto potrebbe anche partecipare e votare nell'assemblea convocata per revocare la delibera che ha legittimato il recesso. Se la revoca venisse approvata, nonostante il voto contrario del socio receduto questo sarebbe obbligato a rimanere in società non rilevando a tal fine la sua volontà ad uscirne<sup>92</sup>. Si ritiene coerente una siffatta conclusione perché bisogna ricordare che il diritto al recesso è posto a tutela del socio che vedesse modificate le condizioni sostanziali del proprio investimento; non è invece un diritto posto a beneficio del socio che non trovasse un potenziale acquirente per la propria partecipazione qualora ritenesse speculativamente di volersene privare.

I diritti patrimoniali, invece, rimarranno sospesi cosicché *“gli utili spettanti al socio recedente potrebbero essere momentaneamente accantonati per essere assegnati soltanto in caso di mancato perfezionamento del recesso. Analoga soluzione potrebbe essere adottata per le azioni, le obbligazioni convertibili o le quote spettanti in base all'esercizio del diritto di opzione, con la precisazione che, in questo caso, al fine di evitare l'incertezza sulla futura sottoscrizione. La società potrà richiedere al recedente di manifestare la volontà di esercitare il diritto con efficacia condizionata al mancato recesso”*<sup>93</sup>.

Secondo la tesi in esame quindi, il socio manterrebbe tutti i diritti di rappresentatività in assemblea ma non potrebbe vantare diritti patrimoniali perché comunque già ricompresi nel valore del proprio pacchetto azionario di partecipazione.

#### **IV.4 Le tesi intermedie**

Vi sono poi una serie di tesi che potremmo definire “intermedie” che pongono la perdita dello *status* di socio variamente collocata lungo il lasso temporale che va dalla dichiarazione di recesso alla liquidazione della quota.

---

<sup>92</sup> In questo senso CARMIGNANI, *Articolo 2437-bis. Termini e modalità di esercizio*, in *La riforma delle società. Commentario del D.Lgs. 17 gennaio 2003 n. 6*, a cura di Sandulli-Santorò, tomo III, Giappichelli, Torino, 2003, 887 in senso contrario circa la sussistenza di conflitto di interesse si segnala RORDORF, *Il recesso del socio di società di capitali: prime osservazioni dopo la riforma* in *Le Società*, 2003, 928 e ss.

<sup>93</sup> CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. Comm.*, 2005, I, 311.



È opinione condivisa di alcuni autori che l'efficacia del recesso del socio si sviluppi decorso il termine di novanta giorni entro il quale la società potrebbe revocare la delibera che ha legittimato il recesso *ex art. 2437-bis c.c.*<sup>94</sup>.

In questo arco di tempo il socio recedente potrebbe aver interesse ad intervenire in assemblea in quanto una eventuale delibera di revoca o di scioglimento della società annullerebbe l'efficacia della dichiarazione di recesso restituendo al socio la propria integrale posizione in seno alla società.

Invece per quanto riguarda i diritti patrimoniali, in analogia a quanto già visto con riferimento alla tesi dell'efficacia differita al momento della liquidazione delle azioni, essi rimarrebbero sospesi ed eventualmente accantonati per essere poi successivamente attribuiti in caso di revoca della delibera che ha legittimato il recesso ovvero in caso di scioglimento della società.

Secondo una ulteriore corrente dottrinale<sup>95</sup>, nell'individuare il momento di efficacia della dichiarazione di recesso, è necessario distinguere il caso in cui la società abbia utili e riserve disponibili dal caso in cui essa non ne sia dotata; in questo senso l'efficacia del recesso non avrebbe una collocazione temporale predefinita ed uguale per tutte le società ma andrebbe ricercata caso per caso avuto riguardo dei dati patrimoniali della società receduta.

Nell'eventualità in cui la società disponga di utili e riserve disponibili a sufficienza per garantire il rimborso, il recesso diventerà efficace alla scadenza dei centottanta giorni dalla sua comunicazione, in caso contrario diventerà efficace decorso il termine per l'eventuale opposizione alla delibera dei creditori sociali.

Secondo tale tesi i diritti patrimoniali del socio che ha esercitato il recesso rimarrebbero sospesi fino all'esito della procedura di liquidazione mentre i diritti amministrativi potrebbero essere esercitati fin tanto che la società possa ancora revocare la delibera che ha legittimato il recesso; spirato tale termine i diritti amministrativi potrebbero essere esercitati soltanto qualora vi potrebbe essere un pregiudizio nella liquidazione della quota.

---

<sup>94</sup> Tra tutti si segnala DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*, diretto da Abbadessa e Portale, 3, Utet, Torino, 252 ss. e CORSI, *Il momento di operatività del recesso nelle società per azioni*, in *Giur. Comm.*, 2005, I, 317.

<sup>95</sup> CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. Comm.*, 3, 2005, 309 ss.

Avuto riguardo delle tesi interpretative sopra descritte, si ritiene di non aderire alla tesi dell'efficacia immediata perché la stessa non tiene adeguatamente conto della condizione sospensiva nella quale verrebbe a trovarsi il recedente nei 90 giorni a disposizione della società per determinare se aderire al recesso, se revocare la delibera o se attivare la procedura di scioglimento della società stessa. In quel periodo, il receduto già non più socio potrebbe essere reintegrato ma l'investimento in capitale di rischio deve essere pur sempre valutato come una scelta individuale consapevole e non si ritiene possa essere delegato ad un astratto potere della società di reintegrare un socio che era già stato *ex lege* dichiarato non socio.

## V - IL VALORE DI LIQUIDAZIONE DELLE AZIONI

### V.1 Premessa

La riforma del diritto societario del 2003, come più volte ricordato, ha innovato e rinnovato tutta la disciplina del recesso, ma il trattamento riservato all'oggetto del presente paragrafo è assolutamente peculiare e innovativo.

La disciplina pre-riforma indicava che il valore delle azioni si dovesse determinare in riferimento al patrimonio sociale desumibile dal bilancio dell'ultimo esercizio chiuso e da questo sarebbe derivata in modo proporzionale la porzione afferente al socio recedente. Risulterebbe superfluo in questa sede ricordare l'inadeguatezza di una tale misura quantomeno per l'impossibilità dello strumento "bilancio" di comunicare e pubblicizzare tutte le componenti che necessitano invece di valutazione in un contesto societario. La previsione normativa era figlia di un atteggiamento diffidente nei confronti della possibilità di recedere come già detto nei capitoli introduttivi del presente lavoro; la dottrina, nel corso di vigenza della normativa pre-riforma, più volte chiese l'intervento del legislatore al fine di innovare e ricalibrare i criteri di valutazione obbligatori che nella pratica si dimostravano sempre sfavorevoli per il recedente, producendo una sorta di inibizione all'accesso alla procedura perché ritenuta poco equa e non adatta a soddisfare interessi contrapposti e in conflitto come quelli del recedente, quelli degli altri soci e della società e per fine quelli dei creditori sociali<sup>96</sup>.

---

<sup>96</sup> L'art. 2437-ter c.c., ora prevede che *"il socio ha diritto alla liquidazione delle azioni per le quali esercita il recesso. Il valore di liquidazione delle azioni è determinato dagli amministratori, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti, tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni. Il valore di liquidazione delle azioni quotate in mercati regolamentati è determinato facendo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso. Lo statuto delle società con azioni quotate in mercati regolamentati può prevedere che il valore di liquidazione sia determinato secondo i criteri indicati dai commi 2 e 4 del presente articolo, fermo restando che in ogni caso tale valore non può essere inferiore al valore che sarebbe dovuto in applicazione del criterio indicato dal primo periodo del presente"*

La norma per le società non quotate stimola la contrattazione tra il socio recedente il cui interesse è di vedersi liquidare le azioni a valori correnti e la società preoccupata a non dissolvere la ricchezza della società, tuttavia non risolve la conflittualità tra gli attori, anzi la incrementa non regolando in modo chiaro i profili contabili per la determinazione del valore di liquidazione<sup>97</sup>.

## **V.2 Inquadramento temporale**

Dalla lettura dell'art. 2437-ter c.c. possiamo notare come non sia precisato il momento al quale la valutazione in oggetto debba riferirsi indicando solamente la necessità che tale valore sia a disposizione dei soci nei quindici giorni antecedenti la delibera. Si ritiene che gli amministratori debbano in tal senso bilanciare le esigenze di attualità e coerenza della valutazione, con i tempi di predisposizione della stessa e, come da più parti ricordato, anche in virtù dell'elevato costo che potrebbe dover sostenere la società per il calcolo del valore di liquidazione, con l'efficienza economica evitando un eccessivo aggravio per le finanze societarie. Di converso però, almeno per quanto riguarda le ipotesi di recesso da delibera assembleare, difficilmente è sostenibile una tesi che possa giustificare l'inadeguatezza temporale del valore di liquidazione esclusivamente per il costo implicito della procedura; si ritiene che una società che sia in procinto di mettere in atto modifiche sostanziali alla

---

*comma. Lo statuto può stabilire criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione, indicando gli elementi dell'attivo e del passivo del bilancio che possono essere rettificati rispetto ai valori risultanti dal bilancio, unitamente ai criteri di rettifica, nonché altri elementi suscettibili di valutazione patrimoniale da tenere in considerazione. I soci hanno diritto di conoscere la determinazione del valore di cui al secondo comma del presente articolo nei quindici giorni precedenti alla data fissata per l'assemblea; ciascun socio ha diritto di prenderne visione e di ottenerne copia a proprie spese. In caso di contestazione da proporre contestualmente alla dichiarazione di recesso il valore di liquidazione è determinato entro novanta giorni dall'esercizio del diritto di recesso tramite relazione giurata di un esperto nominato dal tribunale, che provvede anche sulle spese, su istanza della parte più diligente; si applica in tal caso il primo comma dell'articolo 1349".*

<sup>97</sup> In questo senso PACIELLO, *Commento sub art. 2437*, in *Società di capitali* a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, Jovene, Napoli, 2004, 1126.

propria “struttura” tali da rendere plausibile il recesso di alcuni soci possa infatti far fronte anche al costo marginale di valutazione del patrimonio.

Di più ampio respiro è lo stesso ragionamento se contestualizzato alle ipotesi di recesso non dipendenti da delibera assembleare ma da un atto gestorio o da altra causa prevista dalla norma in esame: un adeguato e attuale valore di stima si rende necessario sempre e comunque, oltre che per le fattispecie legate a delibera assembleare, per le quali vige il periodo di osservanza dei quindici giorni di cui sopra, anche per le fattispecie non legate a delibera per le quali sarà comunque necessario comunicare ai soci recedenti il valore eventualmente da contestare.

Il valore di liquidazione deve riferirsi ad un momento il più ravvicinato possibile alla data nella quale si forma il requisito causale del recesso ma non è possibile a priori dettare un periodo limite entro il quale la valutazione debba ritenersi “attuale”. Gli amministratori dovranno prestare particolare attenzione anche ai singoli eventi societari che possono influire sulla valutazione: una stima risalente, per esempio, a trenta giorni prima ma che non tiene conto di importanti operazioni societarie intercorse in questo arco temporale è sicuramente “recente” ma non è assolutamente “attuale”.

Il ricercare un adeguato periodo al quale far risalire l’osservazione non deve però essere visto solamente sotto il profilo di convenienza del recedente ma a maggior ragione dei soci superstiti e dei creditori sociali. In riferimento alle modalità di liquidazione del valore delle azioni (delle quali tratteremo a breve) non è assolutamente indifferente per la società, i soci superstiti e i creditori, addivenire a sopravvalutazioni favorevoli al socio; le perdite di capitale che si formano in bilancio a fronte di una sopravvalutazione determinano un peggioramento nelle condizioni di investimento di tutti i soci superstiti e un peggioramento delle condizioni di tutela e protezione dei creditori sociali.

Il vuoto normativo, almeno teoricamente, potrebbero colmarlo le società stesse prevedendo negli statuti un termine “efficiente” entro il quale le parti devono considerare la stima ancora attuale.

Si ritiene che al fine di determinare il valore delle azioni da liquidare al recedente gli amministratori dovranno predisporre un bilancio straordinario con rilevanza esclusivamente interna; lo si evince dal dettato normativo laddove è previsto che venga considerata la

consistenza patrimoniale della società, le prospettive reddituali e il valore di mercato<sup>98</sup>, salvo che lo statuto stabilisca diversamente.

Il bilancio straordinario andrà predisposto ogni volta che una decisione societaria sia potenzialmente idonea a legittimare il recesso da parte dei soci.

Il bilancio straordinario avrebbe rilevanza interna nei rapporti tra la società e il socio recedente e tra la società ed i soci superstiti. Nella redazione del bilancio straordinario, gli amministratori dovranno aggiornare anche le prospettive di reddito future ed il valore di mercato delle azioni; in quest'ottica siamo di fronte ad un bilancio molto particolare nel quale la fase "contabile" necessaria al fine di ottenere un dato patrimoniale di base è affiancata con pari dignità alle logiche finanziarie legate alla determinazione del valore delle azioni ed a logiche di attualizzazione statistica legate alla capacità implicita di generare redditi futuri.

Gli amministratori nella valutazione delle azioni devono raccogliere preventivamente il parere non vincolante del collegio sindacale e da chi è incaricato del controllo contabile. Non è escluso che gli amministratori, per la specifica attività a loro richiesta, deleghino a soggetti terzi la redazione del bilancio straordinario e pertanto deleghino a terzi la determinazione del valore proporzionale delle azioni da liquidare; si ritiene che nel mandato professionale con il quale si provvede a delegare un "perito estimare" esterno si renderà necessario specificare che quest'ultimo dovrà attenersi oltre che alle norme vigenti in materia di valutazioni di società in logica di continuità anche alle eventuali prescrizioni statutarie.

### **V.3 I criteri di valutazione nelle società non quotate**

La necessità di affrontare l'argomento mantenendo una netta separazione tra quanto previsto in tema di società non quotate e quanto previsto per le società quotate deriva dalla letterale previsione normativa: l'articolo 2437-ter c.c. si occupa delle due "famiglie societarie" in commi diversi prevedendo modalità diametralmente opposte. Da un lato avremo una attenta

---

<sup>98</sup>In questo senso PACIELLO, *Commento sub art. 2437*, in *Società di capitali* a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, Jovene, Napoli, 2004, 1127

valutazione dello stato di fatto del patrimonio sociale mentre dall'altro avremo un criterio legato alla dinamica di mercato degli ultimi sei mesi.

Come abbiamo avuto modo di vedere l'art. 2437-ter c.c. prevede che il valore delle azioni delle società non quotate debba essere determinato dagli amministratori tenendo conto della “consistenza patrimoniale”, “delle prospettive reddituali” e “dell'eventuale valore di mercato delle azioni” salvo una diversa previsione da parte dello statuto. Applicando un criterio di analisi di tipo letterale si può subito notare come le prime due metodologie siano poste dal legislatore sullo stesso piano quasi a testimoniare l'assoluta necessità che nella determinazione del valore si tenga conto sia del primo che del secondo aspetto.

Ne consegue che gli amministratori dovranno prendere come base i dati iscritti nell'ultimo bilancio approvato<sup>99</sup>, aggiornarli sulla base dei fatti di gestione accaduti sino alla data di riferimento prescelta per la valutazione che, come abbiamo visto nel precedente paragrafo, dovrà essere il più ravvicinata possibile al momento in cui si forma il requisito causale del recesso.

I dati contabili dovranno poi essere rettificati in modo che siano espressione dei valori effettivi di mercato<sup>100</sup>: i prospetti contabili dovranno quindi accogliere i dati della gestione sino al momento della valutazione, quelli relativi a tutte le operazioni già poste in essere ma i cui riflessi economici non siano ancora maturati, nonché il valore dell'avviamento<sup>101</sup>.

Procedendo con l'ordine assegnato dal legislatore, il primo degli approcci di valutazione da considerare è quello patrimoniale; il metodo in esame è anche l'unico a mantenere una continuità con il criterio ante – riforma; detta continuità è ravvisabile dallo strumento che gli amministratori dovranno utilizzare per valutare e cioè dallo stato patrimoniale di bilancio.

---

<sup>99</sup> RORDORF, *Il recesso del socio di società di capitali: prime osservazioni dopo la riforma*, in *Le Società*, 2003, VII, 929

<sup>100</sup> Traducibile con *fair value*.

<sup>101</sup> In conformità di quanto evidenziato da PACIELLO, *Commento sub art. 2437*, in *Società di capitali* a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, Jovene, Napoli, 2004, 1129 e RORDORF, *Il recesso del socio di società di capitali: prime osservazioni dopo la riforma*, in *Le Società*, 2003, VII, 929 è assodato che il valore delle azioni deve considerare l'avviamento dal fatto che la norma richiama le “prospettive reddituali” come correttivo dei dati patrimoniali.

Nella normativa ante – riforma era d’obbligo l’utilizzo delle risultanze del bilancio relativo all’ultimo esercizio chiuso<sup>102</sup>; ora si rende invece opportuno e si ritiene anche necessario redigere un bilancio provvisorio d’esercizio al fine di vedere contabilizzate tutte le fonti e gli impieghi di capitale ad una data la più prossima possibile alla data di riferimento per la valutazione. Si ritiene importante poter disporre di un bilancio aggiornato anche per avere contezza della condizioni di liquidità immediata ed a breve termine della società; come si vedrà più avanti, la società stessa potrebbe essere chiamata ad intervenire per sostituirsi al socio e potrà farlo solamente se dotata della necessaria scorta di liquidità; avuto riguardo della situazione patrimoniale e di liquidità attualizzata matureranno le decisioni in seno alla società sull’opportunità di revocare la delibera, di sospendere gli effetti del fatto che causa il recesso, di sciogliere la società o di liquidare la quota al recedente.

Il bilancio straordinario, elaborato secondo i dettami OIC o IAS, non è però lo strumento selezionato dal legislatore come fonte del dato numerico necessario per la determinazione della consistenza patrimoniale riferibile al singolo socio recedente; sarà necessario procedere con le rettifiche delle voci di bilancio applicando ad ogni voce o categoria omogenea di voci di bilancio una sorta di peso di valutazione che sia tipico per la società in osservazione<sup>103</sup>. In particolare, le voci di bilancio potranno essere valutate per categoria e rapportate ad indici che saranno calcolati avendo riguardo della specifica realtà aziendale. Si ritiene quindi necessario affiancare dati di logica finanziaria ai dati contabili non potendo questi ultimi avere connotazioni prospettiche.

Con riferimento al criterio di natura reddituale appare importante definire se la volontà del legislatore nell’approvare l’articolato in questione fosse quella di obbligare gli

---

<sup>102</sup> Si pensi al caso di un recesso in seno ad una società che sta vivendo una fase di patrimonializzazione e capitalizzazione molto rapida (ad esempio una società impegnata nella *new economy*), per la quale il diritto al recesso sia maturato nell’ultima parte dell’esercizio; il valore delle azioni sarebbe stato calcolato avuto riguardo a dati relativi a quasi dodici mesi prima con evidente pregiudizio per l’investimento del recedente.

<sup>103</sup> A solo titolo di esempio, il comparto dei crediti verso la clientela potrebbe essere valutato con un determinato peso qualora gli indici di rotazione dei crediti siano molto elevati e con un altro peso qualora i crediti, in virtù delle lunghe dilazioni concesse ai clienti, abbiano cicli di rotazione molto lenti; allo stesso modo, valutando una società che ha come principale attività svolta quella di opificio, un fabbricato ad uso industriale utilizzato nelle fasi produttive sarà valutato in un modo mentre un fabbricato abitativo destinato ad uso privato dei direttori aziendali sarà valutato in tutt’altro modo.



amministratori a valutare componenti reddituali oppure quello di far utilizzare agli stessi dei metodi di valutazione che le scienze aziendalistiche chiamano reddituali.

La distinzione non è solo di facciata; è plausibile ritenere che in seno ad una riforma epocale del diritto societario sia stata inserita una norma che apre all'osservazione di aspetti economici prima non contemplati, interiorizzandone le metodologie di valutazione. Sotto tale prospettiva il dettato normativo farebbe riferimento a quelle tecniche di valutazione che in ambito economico si sostanziano nell'attualizzazione di flussi di reddito, depurati o non depurati da alcune componenti che potrebbero snaturarne il rilievo statistico<sup>104</sup>.

Altra discussa ed innovativa previsione della riforma del 2003 riguarda la necessità per gli amministratori di verificare un eventuale valore di mercato delle azioni; il legislatore chiede al soggetto incaricato della valutazione di procedere applicando anche un criterio meno discrezionale e legato direttamente all'osservazione di fenomeni esterni; detto ultimo criterio di valutazione è giustamente posto in secondo piano perché il soggetto valutatore potrebbe avere difficoltà ad ottenere un valore di mercato relativo alle azioni di società "chiuse", spesso con i capitali detenuti in maggior parte da nuclei familiari di riferimento. Per questo motivo si ritiene che il valore di mercato potrà essere interiorizzato nella valutazione solamente se il relativo mercato di riferimento sia esistente per numerosi e ripetuti scambi azionari della stessa società o di società assimilabili nel breve periodo immediatamente precedente alla dichiarazione di recesso.

Con la riforma è stata tra l'altro introdotta nell'ordinamento la possibilità per i soci di prevedere ed approvare per via statutaria dei criteri specifici di valutazione delle azioni di società non quotate in mercati regolamentati.

Lo statuto potrà prevedere dei criteri diversi e, in linea di principio, più convenienti per il socio recedente rispetto a quelli legali di modo che l'investimento risulti più appetibile: i criteri di valutazione sotto tale ottica dovrebbero essere intesi come "garanzia minima" di valore per il socio che recede<sup>105</sup>.

---

<sup>104</sup> Tra gli altri VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2012, 78 e ss e CARATOZZOLO, *Criteri di valutazione delle azioni del socio recedente nelle S.p.A.* in *Le Società*, I, 2005, 1209 e ss.

<sup>105</sup> Seguendo il ragionamento condotto da PACIELLO, *Sub art. 2437*, in *Soc. di capitali* a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 1129. Sul tema si veda anche FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, II edizione, Padova, Giuffrè, 201, secondo il quale, in contrasto con la dottrina

Parte della dottrina<sup>106</sup> ritiene che detta autonomia statutaria debba riferirsi esclusivamente alla possibilità di dettagliare e specificare concretamente l'area di azione dei parametri legali di valutazione. In questo modo, mediante le regole statutarie si potrebbe limitare la discrezionalità con la quale gli amministratori dovranno valutare le diverse componenti patrimoniali e reddituali, anche prospettiche, e limitare il potere decisionale della misura nella quale miscelare le due componenti, adottando una piuttosto che un'altra delle tecniche aziendalistiche a disposizione per l'ottenimento del risultato in oggetto.

#### **V.4 Il diritto a contestare il valore**

La valutazione deve poter essere conosciuta dai soci almeno quindici giorni prima alla delibera che potrebbe determinare il recesso da parte dei soci. Unitamente al valore, i soci devono poter conoscere anche i criteri adottati per calcolarlo e copia della documentazione attestante la valutazione dovrà essere rilasciata al socio che ne sosterrà le spese di riproduzione e copia.

In primo luogo, preme ricordare che la messa a disposizione del valore di liquidazione e del metodo di calcolo è parte integrante della procedura e, qualora gli amministratori omettessero di rendere disponibili tali valori e documenti nei modi e tempi prestabiliti,

---

prevalente, “l'autonomia statutaria nella determinazione dei criteri di liquidazione, espressamente riconosciuta nella disciplina della s.p.a., incontra, dunque, limiti significativi, quanto meno con riguardo alle fattispecie riconducibili al corpo centrale del recesso, siano esse di fonte legale o statutaria. Contrariamente a quanto sostenuto dalla prevalente dottrina, deve infatti ritenersi che anche per le ipotesi convenzionali di recesso non sia consentito prevedere criteri arbitrari: poiché l'introduzione di nuovi casi di recesso è funzionale a estendere la sfera di applicazione dell'istituto nel rispetto della sua ratio, non è legittima l'adozione di criteri di calcolo della quota di liquidazione che si pongono in contrasto con la medesima”. E conclude con “...deve ritenersi preclusa: sia l'introduzione di criteri di calcolo del tutto slegati dal valore della società o comunque inadeguati a stimare in maniera adeguata il capitale economico della stessa, sia la previsione di regole volte a incidere sulla frazione del valore complessivo spettante al socio attraverso l'applicazione di «sconti» di liquidità o di minoranza.

<sup>106</sup> FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, II edizione, Giuffrè, Milano, 2009, 203.

sarebbe addirittura la delibera assembleare di modifica statutaria in esame ad essere passibile di annullamento su richiesta del socio dissenziente, astenuto o assente.

Il socio, qualora ritenesse che gli amministratori non abbiano agito con la necessaria diligenza e perizia e qualora ritenesse altresì disapplicati i criteri legali e statutari di valutazione, contestualmente alla dichiarazione di recesso sarà tenuto a contestare la valutazione delle azioni<sup>107</sup> messe a disposizione dell'assemblea.

Su istanza della parte più diligente, sia essa lo stesso socio recedente ovvero l'assemblea dei soci ovvero l'organo amministrativo della società, un soggetto terzo con ruolo di arbitratore sarà chiamato a ricalcolare il valore di liquidazione applicando integralmente sia i criteri legali che quelli statutari, ove esistenti.

L'arbitratore sarà nominato dal tribunale competente, dovrà completare il proprio compito entro novanta giorni dalla data di esercizio del diritto di recesso e determinerà autonomamente anche in merito alle spese del proprio lavoro<sup>108</sup>.

Il lettore può ben comprendere che in caso di conflitto tra la società ed il recedente in merito al valore di liquidazione delle quote, si rende necessario che almeno una parte si attivi prontamente per la richiesta di nomina del soggetto arbitratore; avendo quest'ultimo solamente novanta giorni dalla data di esercizio del diritto di recesso per completare la propria perizia estimativa più le parte faranno attendere la richiesta al tribunale competente, più breve sarà il tempo a disposizione dell'esperto per produrre il risultato con professionalità.

---

<sup>107</sup> Dalla previsione della tutela particolare del socio recedente, che può quindi conoscere il valore di liquidazione ed i criteri utilizzati per il calcolo, deriva l'assunto che è onere degli amministratori rendere disponibile ai soci un prospetto completo illustrativo di tutta la procedura e i metodi di valutazione adottati oltre che del valore determinato; non avendo a disposizione un prospetto completo, il socio mai potrebbe contestare il valore determinato (non avendone le basi di calcolo), potrà comunque tutelarsi in via giudiziale chiedendo l'annullamento della delibera causa di recesso – come previsto nel caso di omesso calcolo del valore di liquidazione; si ritiene il caso di ricordare che copia del prospetto può essere richiesta da tutti i soci e non solo dai recedenti; infatti tanto i recedenti quanto i superstiti hanno interesse a conoscere i criteri di valutazione ed il procedimento posto in essere dagli amministratori.

<sup>108</sup> Al soggetto chiamato a svolgere il ruolo di arbitratore sarà applicato, per espressa previsione normativa, l'articolo 1349 primo comma c.c.; il soggetto incaricato dovrà provvedere alla determinazione del valore con perizia e professionalità (non essendo sufficiente la diligenza del buon padre di famiglia); per opporsi alla determinazione dell'arbitratore sarà necessario procedere in giudizio.

Come sopra illustrato il valore di liquidazione della quota di società non quotate dovrà far riferimento oltre che ai dati patrimoniali e storici anche a valori economici e attualizzati di flussi di reddito futuro prospettico, oltre che all'eventuale mercato di riferimento. In questo senso si ritiene che già il periodo completo di novanta giorni potrebbe rappresentare una insidia per il perito nominato dal tribunale e qualora le parti in conflitto o il tribunale stesso tardassero nella richiesta e nella nomina potremmo assistere alla produzione di valutazioni che non produrrebbero di certo il risultato ottimale avverso alle quali non rimarrebbe altra via che il giudizio ordinario che il legislatore in parte voleva evitare prevedendo il passaggio obbligatorio per le determinazioni del soggetto arbitratore.

Nel silenzio della norma emergono problemi applicativi in merito alla possibilità di utilizzare il valore di liquidazione calcolato dall'arbitratore solamente al socio recedente che abbia contestato il valore.

L'art. 2437-quater, co. 2 fa decorrere i termini per il deposito dell'offerta dell'opzione dalla determinazione definitiva del valore di liquidazione il che indurrebbe a far pensare che ciascuna dichiarazione di recesso debba essere trattata in modo autonomo rispetto alle altre: diversamente, in caso di recessi multipli, potrebbe verificarsi l'ipotesi in cui alcuni soci, pur non avendo contestato il valore messo a disposizione dall'organo amministrativo, si vedrebbero comunque obbligati ad attendere la valutazione dell'arbitratore al fine della liquidazione delle proprie azioni.

Utile infine precisare che l'arbitratore calcolerà un valore di recesso *ex novo* rispetto a quello calcolato dagli amministratori non potendo limitarsi a una mera verifica dei criteri applicati; ne consegue che quanto calcolato dall'arbitratore, almeno in linea teorica, potrebbe essere anche sfavorevole al recedente contestatore che, come sopra indicato, potrà eventualmente ricorrere in giudizio qualora ritenesse non congrua anche questa seconda valutazione.

#### **V.5 I criteri di valutazione delle azioni di società quotate in mercati regolamentati**

Per le azioni quotate la norma traccia un solco stretto impossibile da derogare per via statutaria; l'art. 2437-ter, 3° comma c.c. prevede che il criterio per questa tipologia di azioni sia da ricercare nella media aritmetica dei prezzi di chiusura del mercato di riferimento dei

sei mesi che precedono la pubblicazione o la ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea, le cui delibere legittimano il recesso.

Il termine dei sei mesi decorre a ritroso dalla pubblicazione o la ricezione dell'avviso di convocazione di modo che il valore delle azioni sia calcolato non considerando eventuali influenze del corso di borsa causate dall'approvazione delle stesse modifiche o deliberazioni a causa del recesso del socio.

In questa sede è necessario comunque ricordare che sebbene in linea teorica detto criterio di calcolo sembri relativamente "comodo" e di facile applicazione, si possono presentare numerose eventualità a fronte delle quali il criterio dovrà essere affiancato da correttivi specifici e necessari al caso concreto. Si pensi a titolo di esempio al caso in cui un la società con le azioni oggetto di recesso da parte del socio sia stata ammessa alla quotazione in mercato regolamentato da meno di sei mesi: in questo caso, il contrarre il periodo di calcolo della media aritmetica potrebbe generare comportamenti opportunistici e speculativi che nulla hanno a che fare con la *ratio* della norma in esame e per questo si riterrebbe opportuno procedere con una valutazione di tipo misto che tenga in considerazione sia i dati patrimoniali, sia il corso di borsa, sia le prospettive di reddito attualizzate che il mercato azionario di riferimento.

Altro caso interessante potrebbe essere legato al caso di una società temporaneamente sospesa dalle quotazioni: la società è a tutti gli effetti trattata nei mercati regolamentati ma temporaneamente le azioni non sono oggetto di scambi e di quotazioni in tempo reale dal mercato di riferimento. Le motivazioni che portano le autorità di borsa o l'organo amministrativo stesso della società a richiedere un simile trattamento possono essere molteplici ma qui è opportuno verificarne almeno due. La prima è la sospensione dalle quotazioni per ripetuto eccesso di rialzo. In questo caso il socio recedente chiederà di applicare un criterio misto che tenga conto del valore reddituale prospettico che anche il mercato di riferimento riconosce implicitamente con i rialzi ripetuti del corso azionario; la società invece chiederà di applicare la media aritmetica dei corsi immediatamente precedenti alle sospensioni per evitare di sopravvalutare le azioni recedute.

Diametralmente opposta sarà la condizione che si genererà in caso di sospensione dalla negoziazione per ripetuto eccesso di ribasso. Il socio speculativamente chiederà di poter ottenere una valutazione per media aritmetica dei sei mesi precedenti mentre la società sarà

tentata di produrre un valore misto che tenga conto anche delle propensioni di reddito future, già implicitamente adottate dal mercato.

La disapplicazione del metodo di calcolo del valore dettato dal terzo comma dell'art. 2437-ter c.c. deve considerarsi comunque quale “estremo rimedio”<sup>109</sup> da adottare soltanto nel caso in cui fosse impossibile procedere diversamente come nei casi in cui vi sia una sospensione della quotazione o una ammissione alla quotazione da un periodo inferiore di sei mesi<sup>110</sup>.

Diversamente sarà necessario adottare il metodo della media aritmetica, previsto dal legislatore come unico e insostituibile metodo di calcolo per le società quotate in mercati regolamentati.

---

<sup>109</sup> NOTARI, *Commento sub art. 131*, in *Commentario TUF* a cura di Marchetti-Bianchi, Giuffrè, Milano, 1999, 1154.

<sup>110</sup> PACIELLO, *Commento sub art. 2437*, in *Società di capitali, Commentario* a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, Jovene, Napoli, 2004, 1132.

## VI - IL PROCEDIMENTO PER LA LIQUIDAZIONE DELLE AZIONI

### **VI.1 Premessa**

Nella formulazione del Codice Civile previgente alla riforma del 2003 il legislatore non aveva previsto alcuna disciplina specifica per il rimborso delle azioni, limitandosi ad indicare i criteri per determinarne il loro valore.

Nulla si prevedeva circa le modalità e i termini secondo i quali procedere: la società poteva alternativamente utilizzare gli utili distribuibili e le riserve disponibili oppure operare una riduzione del capitale sociale.

L'introduzione dell'art. 2437 quater c.c. ha portato a prevedere diverse modalità di rimborso progressivamente graduate secondo un criterio di priorità. Come avremmo modo di vedere nel presente capitolo esse sono nell'ordine:

- l'offerta delle azioni in opzione agli altri soci;
- l'offerta delle azioni sul mercato;
- l'acquisto di azioni proprie;
- la riduzione del capitale sociale;
- lo scioglimento della società.

Nei paragrafi che seguono provvederemo ad analizzare punto per punto l'iter di liquidazione.

### **VI.2 Il procedimento di liquidazione**

Il procedimento di liquidazione delle azioni si articola in diverse fasi che appaiono tra loro collegate per cui la mancata attuazione di una di esse comporterebbe l'impossibilità di accesso a quella successiva<sup>111</sup>.

Tuttavia, a ben vedere, non tutte le fasi sembrerebbero far propendere univocamente per l'inderogabilità del procedimento. Il primo comma dell'articolo 2437 quater c.c., infatti,

---

<sup>111</sup> SALVATORE, *Il "nuovo" diritto di recesso nelle società di capitali*, in *Contr. Imp.*, 2003, 641.

prevede che gli amministratori “*offrono*” in opzioni le azioni; questa formulazione non permette di capire se detta proposta derivi da un dovere o sia una mera possibilità. Neanche il successivo quarto comma, il quale dispone che “*qualora i soci non acquistano in tutto o in parte le azioni del recedente*”, pare sufficiente per dirimere la questione ma consente comunque di apprezzare come, con ogni probabilità, ci troviamo davanti ad una vera e propria specifica modalità operativa preordinata.

Il quarto comma continua prevedendo che gli amministratori “possono collocarle” quindi, in questo caso, siamo di fronte ad una evidente possibilità concessa agli amministratori di offrire le azioni recedute sul mercato degli investitori.

Ulteriori prove a sostegno della natura prestabilita e preordinata della procedura le rinveniamo nei successivi commi laddove la legge prevede che “*in caso di mancato collocamento*” e “*in assenza di utili e riserve disponibili*”, “*deve essere convocata l’assemblea straordinaria*”; queste previsioni tendono intrinsecamente a corroborare l’ipotesi che si tratti di una procedura inderogabile<sup>112</sup>.

Anche sotto il profilo sistematico il procedimento a fasi appare da seguire in modo sequenziale: nel meccanismo per fasi successive si rinvencono le cautele e le tutele previste dal legislatore e per garantire tra l’altro l’integrità del capitale sociale; dette cautele hanno reso possibile l’ampliamento dei casi di recesso societario ed il nuovo e diverso procedimento di calcolo del valore delle azioni per ottenerne un rimborso ad un valore più vicino al valore attuale di mercato effettivo<sup>113</sup>.

Dal punto di vista del *timing* della procedura il termine per l’esercizio del diritto di opzione è fissato in non meno di trenta giorni dal deposito dell’offerta di opzione presso il registro delle imprese. Detto deposito deve essere effettuato entro quindici giorni dalla determinazione del valore definitivo di liquidazione delle azioni; più specificamente quindi, entro quindici giorni da quando termina la fase di contrattazione tra la società ed il recedente, sia essa giudiziale, arbitrale o extragiudiziale, la società deve pubblicare al registro delle imprese la delibera di offerta in opzione agli altri soci ed agli obbligazionisti con

---

<sup>112</sup> GALLETTI, *Commento all’art. 2437 quater in Il nuovo diritto delle società* a cura di Alberto Maffei Alberti, II, Cedam, Padova, 2005, 1607; CALLEGARI, *Commento all’articolo 2437 quater in Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti (diretto da), Il nuovo diritto societario*, Zanichelli, Bologna, 2004, 1431.

<sup>113</sup> SALVATORE, *Il “nuovo” diritto di recesso nelle società di capitali*, in *Contr. Imp.*, 2003, 641.



obbligazioni convertibili in azioni. Questi avranno a disposizione almeno trenta giorni di tempo dalla pubblicazione dell'offerta per aderirvi. Per i primi, ovvero gli altri azionisti, l'opzione sarà esercitabile avuto riguardo della proporzione delle azioni possedute rispetto al totale delle azioni sottoscritte; per gli obbligazionisti "convertibili" l'opzione sarà esercitabile in misura proporzionale al rapporto di cambio tra obbligazioni convertibili ed azioni. Nell'offerta pubblicata al registro delle imprese sarà indicato il termine entro il quale andrà esercitata l'opzione, con un minimo di trenta giorni e tenuto conto del limite fissato al quinto comma dello stesso 2437 quater.

Il legislatore, al quinto comma dell'articolo in esame prevede che decorso il termine di centottanta giorni dalla dichiarazione di recesso, gli amministratori devono acquistare le azioni con le riserve disponibili o, qualora non vi siano riserve disponibili, deve essere convocata l'assemblea per deliberare la riduzione di capitale sociale ovvero lo scioglimento della società.

Pertanto il termine di esercizio dell'opzione, con un minimo di trenta giorni dalla pubblicazione al registro delle imprese dell'offerta, non potrà essere prolungato oltre i centottanta giorni dalla dichiarazione di recesso; è necessario però focalizzare l'attenzione sui termini sopra indicati: tra la dichiarazione di recesso e la determinazione definitiva del valore di liquidazione (che si ritiene essere la determinazione non più contestabile o della società, o del soggetto arbitratore oppure del tribunale ordinario qualora chiamato ad esprimersi) potrebbero passare diversi mesi e il tempo residuo rimanente tra la data di pubblicazione dell'offerta nel registro delle imprese e lo scadere dei centottanta giorni dalla dichiarazione di recesso sarà nella maggior parte dei casi molto risicato.

Si ritiene però che, nonostante il termine perentorio posto alla società per l'acquisto delle azioni proprie ovvero la riduzione del capitale sociale ovvero lo scioglimento della società (ovvero centottanta giorni maturati dalla dichiarazione di recesso) sia da ritenere ancora più perentorio il termine di trenta giorni a favore di azionisti e obbligazionisti convertibili per l'esercizio del proprio diritto di opzione; in questo senso, si ritiene di privilegiare una lettura della norma che privilegi comunque la continuità aziendale anche a discapito temporaneo degli interessi del socio a vedersi liquidato tempestivamente il valore di rimborso delle azioni recedute.

Per finire, poiché ai creditori è riconosciuto un diritto di opposizione alla delibera di riduzione del capitale sociale da esercitarsi entro novanta giorni dalla pubblicazione della

stessa al registro delle imprese, tale riduzione non potrà essere eseguita se non dopo che sia trascorso il predetto termine trimestrale, rimanendone di fatto sospesi i termini di validità e di efficacia nei confronti dei soci e dei terzi.

### **VI.3 L'offerta delle azioni in opzione agli altri soci**

La prima modalità per il rimborso è costituita dall'offerta delle azioni in opzione agli altri soci tale previsione è contenuta nell'art. 2437 quater del codice civile il quale ai commi 1, 2 e 3 stabilisce che *“gli amministratori offrono in opzione le azioni del socio recedente agli altri soci in proporzione al numero delle azioni possedute. Se vi sono obbligazioni convertibili, il diritto di opzione spetta anche ai possessori di queste, in concorso con i soci, sulla base del rapporto di cambio. L'offerta di opzione è depositata presso il registro delle imprese entro quindici giorni dalla determinazione definitiva del valore di liquidazione. Per l'esercizio del diritto di opzione deve essere concesso un termine non inferiore a trenta giorni dal deposito dell'offerta. Coloro che esercitano il diritto di opzione, purché ne facciano contestuale richiesta, hanno diritto di prelazione nell'acquisto delle azioni che siano rimaste non optate”*.

Tale meccanismo riproduce quanto previsto dall'art. 2441 c.c. in tema di diritto di opzione<sup>114</sup> per le azioni e le obbligazioni convertibili di nuova emissione pur differenziandosi da quest'ultimo sotto diversi punti di vista: nel caso del diritto di opzione dell'art. 2441 c.c. vi è l'esigenza di collocare delle azioni di nuova emissione in via preferenziale ai soci al fine che questi ultimi possano conservare inalterata la propria posizione societaria in termini percentuali di diritti di voto e di poter beneficiare di eventuali plusvalenze patrimoniali connesse all'aumento del capitale sociale<sup>115</sup>, mentre nel caso del diritto di opzione delle azioni del socio recedente vi è l'intento di tutelare l'integrità del capitale a garanzia dei soci e dei terzi. Tra i due diversi diritti di opzione vi sono difformità anche con riferimento ai termini entro i quali depositare l'offerta: nel caso del diritto di opzione di cui all'art. 2441

---

<sup>114</sup> GALLETTI, *Commento all'art. 2437 quater in Il nuovo diritto delle società* a cura di Alberto Maffei Alberti, II, Cedam, Padova, 2005, 1602.

<sup>115</sup> COTTINO, *Diritto societario*, Cedam, Padova, 2011, 534.

c.c. non vi è alcuna indicazione dei termini entro i quali debba essere depositata l'offerta<sup>116</sup>, mentre nel caso del diritto di opzione delle azioni del socio recedente l'offerta deve essere depositata al registro delle imprese entro quindici giorni dalla determinazione definitiva del valore.

Analogamente a quanto disciplinato dall'art. 2441 c.c., con l'art. 2437 quater c.c. al terzo comma si prevede il diritto di prelazione a favore degli altri soci sulle azioni rimaste inoplate a patto che ne sia fatta richiesta contestualmente alla istanza di esercizio dell'opzione.

L'art. 2437 quater c.c. nulla esplica in merito alla eventuale possibilità di esclusione o limitazione del diritto di opzione: su tale argomento parte della dottrina<sup>117</sup> sostiene che la disciplina dettata dall'art. 2441 c.c. sia compatibile alle fattispecie di ricollocamento delle azioni del socio receduto; al quarto comma e seguenti dell'art. 2441 c.c. si prevedono infatti una serie di casi per i quali il diritto di opzione potrebbe essere escluso o limitato con deliberazione dell'assemblea dei soci, casi che si ritiene siano compatibili anche con la disciplina del recesso.

Preme comunque ricordare che altra parte della dottrina<sup>118</sup> non ravvisa la necessità di collegare all'art. 2441 le norme riguardanti l'esclusione o la sospensione del diritto di opzione nel caso del recesso e questo perché le due situazioni contingenti (ovvero il recesso da un lato e l'aumento del capitale dall'altro) non avrebbero comune origine.

La dottrina in esame, pur non escludendo a priori la possibilità di rifarsi al 2441 c.c. anche in tema di recesso pur con le dovute cautele riferibili ai diversi contesti e interessi da tutelarsi, prevederebbe comunque la possibilità per i soci di integrazione di casi e modalità di sospensione ed esclusione del diritto di opzione direttamente nello statuto, e questo perché il legislatore ne ha comunque previsto l'utilizzo in altre fattispecie (vedi la nuova emissione di azioni) anche se direttamente attinenti al caso del recesso del socio.

---

<sup>116</sup> L'art. 2441 c.c. si limita a disporre che *“l'offerta di opzione deve essere depositata presso l'ufficio del registro delle imprese e contestualmente resa nota mediante un avviso pubblicato sul sito internet della società, con modalità atte a garantire la sicurezza del sito medesimo, l'autenticità dei documenti e la certezza della data di pubblicazione, o, in mancanza, mediante deposito presso la sede della società”*.

<sup>117</sup> MORANO, Analisi delle clausole statutarie in tema di recesso alla luce della riforma della disciplina delle società di capitali, in Riv. Not., 2003, 320.

<sup>118</sup> GALLETTI, *Commento all'art. 2437 quater in Il nuovo diritto delle società* a cura di Alberto Maffei Alberti, II, Cedam, Padova, 2005, 1602.

#### **VI.4 L'offerta delle azioni sul mercato**

L'art. 2437 quater c.c. al quarto comma prevede che “*qualora i soci non acquistino in tutto o in parte le azioni del recedente, gli amministratori possono collocarle presso terzi*”.

Dall'interpretazione del dettato della norma sono emerse due correnti di pensiero: la prima secondo la quale gli amministratori avrebbero la mera facoltà di collocare le azioni presso terzi qualora non siano state acquistate dagli altri soci<sup>119</sup>, la seconda corrente di pensiero è invece diametralmente opposta e vedrebbe l'offerta delle azioni sul mercato come un obbligo per gli amministratori<sup>120</sup>; tuttavia il dato letterale “*possono*” non può che far propendere per la prima tesi.

In questa fase vi è una sostanziale analogia tra recesso ed alienazione della quota; è doveroso pertanto osservare la rilevanza di eventuali vincoli alla circolazione posti dalle clausole statutarie.

Per le clausole di prelazione e di mero gradimento con obbligo di acquisto a carico dei soci non si pongono particolari problemi, in quanto potrebbero trovare parziale soddisfazione già nella fase precedente di offerta in opzione delle azioni agli altri soci.

In presenza di clausole di mero gradimento con obbligo di acquisto a carico della società, invece, viene meno di fatto la possibilità di offrire le azioni sul mercato, con l'obbligo di procedere con la fase successiva che, come avremmo modo di vedere nel paragrafo che segue, consiste nell'acquisto di azioni proprie qualora la capitalizzazione e il quantitativo di azioni recedute rispettasse i limiti di legge.

Nel caso dei limiti legali alla circolazione delle azioni e la presenza di clausole di gradimento che subordinino l'offerta a terzi al verificarsi di determinate condizioni indicate nello statuto la fase oggetto del presente paragrafo risulterebbe solo eventuale al verificarsi delle condizioni, in caso contrario, si passerà direttamente alla fase successiva.

L'offerta delle azioni sul mercato potrebbe far emergere (o aumentare perché il rischio permane anche in caso di vendita in opzione) per il socio recedente il rischio di cessione del

---

<sup>119</sup> CALLEGARI, *Commento all'articolo 2437 quater*, in Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti (diretto da) *Il nuovo diritto societario*, II, Zanichelli, Bologna, 2004, 1432.

<sup>120</sup> PACIELLO, *Commento sub art. 2437 quater in Società di capitali*, a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, II, Jovene, Napoli, 2004, 1135.

pacchetto azionario receduto ad un acquirente che si dimostri poi insolvente; a tutela del socio receduto intervengono gli articoli 2049 e 2395 del codice civile che attestano la possibilità per quest'ultimo di contestare la responsabilità degli amministratori nell'esercizio delle loro stesse funzioni qualora avessero conoscenza diretta delle condizioni di insolvenza dell'acquirente che ha aderito all'offerta di mercato delle azioni. Pur rimanendo un rapporto diretto tra cedente e cessionario, il socio recedente potrebbe contestare un comportamento scorretto ovvero anche solamente imprudente in capo agli amministratori che in sede di offerta al pubblico delle azioni starebbero comunque eseguendo una procedura obbligatoria di legge per la quale è prevista la massima diligenza.

L'onere della prova della responsabilità degli amministratori per la “cattiva gestione della fase di collocamento delle azioni” rimane in capo al socio recedente – creditore<sup>121</sup>.

Termina il quarto comma dell'art. 2437 quater c.c. stabilendo che “*nel caso di azioni quotate in mercati regolamentati, il loro collocamento avviene mediante offerta nei mercati medesimi*”<sup>122</sup>.

Si ritiene necessaria la puntualizzazione del legislatore di cui al paragrafo precedente: dovendo gli amministratori gestire la fase di liquidazione delle quote del socio receduto potrebbero decidere per cessioni su mercati “chiusi”; il legislatore vieta tale comportamento con la previsione di collocamento esclusivo nei mercati regolamentati ove la società è già quotata.

## **VI.5 L'acquisto di azioni proprie**

Qualora le azioni del socio recedente non fossero acquistate dagli altri soci, né acquistate da terzi, oppure, come abbiamo visto nel paragrafo precedente, in presenza di clausole di mero

---

<sup>121</sup> GALLETTI, *Commento all'art. 2437 quater in Il nuovo diritto delle società* a cura di Alberto Maffei Alberti, II, Cedam, Padova, 2005, 1602 e CARMIGNANI, *Articolo 2437 quater. Procedimento di liquidazione*, in *La riforma delle società. Commentario del D.Lgs. 17 gennaio 2003 n. 6*, a cura di Sandulli-Santoro, tomo III, Giappichelli, Torino, 2003, 896.

<sup>122</sup> In questo caso non si pone il problema di eventuali vincoli alla circolazione essendo la libera trasferibilità presupposto per l'ammissione alla quotazione in borsa.

gradimento con obbligo di acquisto a carico della società, oppure nel caso di sussistenza di limiti legali alla circolazione delle azioni, oppure in presenza di clausole di gradimento che subordinino l'offerta a terzi qualora non si verificano le condizioni indicate nello statuto, l'art. 2437 quater c.c. al quinto comma stabilisce che *“entro centottanta giorni dalla comunicazione del recesso, le azioni del recedente vengono rimborsate mediante acquisto da parte della società utilizzando riserve disponibili anche in deroga a quanto previsto dal terzo comma dell'articolo 2357”*.

Il legislatore prevede quindi una soluzione “estrema” per addvenire alla liquidazione del valore delle quote a favore del recedente per evitare la messa in liquidazione e l'avvio della procedura di scioglimento della società stessa. In quest'ottica il legislatore mostra implicitamente che l'interesse da tutelare è quello del socio da un lato contemperandolo però con la necessità di continuità aziendale, requisito incontestabile per mantenere stabilità economica che è motore di investimenti privati nel sistema.

Attraverso il rinvio all'art. 2357 c.c. si fa espressa deroga al divieto di acquisto per un valore nominale superiore alla quinta parte del capitale sociale, tenendosi conto a tale fine anche delle azioni possedute da società controllate.

Il dettato normativo in esame, tuttavia, appare lacunoso in quanto fa riferimento alle sole “riserve disponibili”, nulla dicendo circa l'utilizzo degli “utili distribuibili” ed ai “risultati dell'ultimo bilancio regolarmente approvato”.

La dottrina si è interrogata al fine di stabilire se la deroga ed il rinvio riguardino solo i limiti quantitativi oppure possano essere ricomprese anche le altre previsioni contenute nell'art. 2357 c.c. in particolare sulla necessità o meno dell'autorizzazione dell'assemblea per l'acquisto di azioni proprie.

Se da un lato vi è una corrente di pensiero che ritiene che sia imprescindibile l'autorizzazione dell'assemblea<sup>123</sup>, rinveniamo con orientamento diametralmente opposto<sup>124</sup> la posizione di chi ritiene che l'acquisto delle azioni da parte della società sia una fase obbligatoria, pertanto

---

<sup>123</sup> Tra tutti CALLEGARI, *Commento all'articolo 2437 quater. Procedimento di liquidazione*, in Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, II, Zanichelli, Bologna, 2004, 1433, PACIELLO, *Commento sub art. 2437 quater in Società di capitali, Commentario*, a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, II, Jovene, Napoli, 2004, 1136.

<sup>124</sup> GALLETTI, *Commento all'art. 2437 quater in Il nuovo diritto delle società* a cura di Alberto Maffei Alberti, II, Cedam, Padova, 2005, 1607.

non avendo l'organo amministrativo alcuna discrezionalità, l'autorizzazione non avrebbe alcun motivo di sussistere.

Si ritiene di aderire a questo secondo e ultimo orientamento perché nell'articolo 2357 c.c. si leggono le necessarie istruzioni del legislatore in merito ai compiti che l'assemblea dei soci sarebbe chiamata a svolgere. Nel caso in esame però l'assemblea non avrebbe modo di determinare nessuno dei parametri che il legislatore richiede nel 2357: non avrebbe infatti modo di determinare le modalità di acquisizione, né il numero di azioni da acquistare, né per quanto tempo trattenere le azioni proprie in seno alla società, né tantomeno il corrispettivo minimo e massimo al quale procedere con l'acquisto essendo quest'ultimo oggetto di valutazione obbligatoria e perentoria per tutte le parti operanti nella procedura di recesso.

Da ultimo, si ritiene che l'indicazione esplicita della deroga al 2357 c.c. contenuta nel 2437 quater c.c. sia proprio da riferirsi al limite del quinto del capitale sociale; mentre nel 2357 è previsto l'obbligo di cessione entro un anno dall'acquisto e con le modalità approvate dall'assemblea dei soci, nel caso di superamento di detto limite quantitativo conseguente a recesso del socio, l'assemblea stessa non avrebbe obbligo di deliberazione né vi sarebbe obbligo di cessione entro l'anno.

Si ricorda infine che, qualora le riserve disponibili della società non fossero sufficienti all'acquisizione delle azioni del socio recedente, l'organo amministrativo dovrà necessariamente convocare l'assemblea straordinaria dei soci che attiverà le procedure di riduzione del capitale sociale ovvero di messa in liquidazione e scioglimento della società.

## **VI.6 La riduzione del capitale sociale**

Nel caso in cui i tentativi di collocamento delle azioni del socio recedente così come riassunti nei paragrafi precedenti non andassero a buon fine, l'art. 2437 quater c.c. al sesto e settimo comma prevede che debba *“essere convocata l'assemblea straordinaria per deliberare la riduzione del capitale sociale, ovvero lo scioglimento della società. Alla deliberazione di riduzione del capitale sociale si applicano le disposizioni del comma secondo, terzo e quarto dell'articolo 2445; ove l'opposizione sia accolta la società si scioglie.”*

Anche in questo caso vi è un rinvio ad una specifica norma del codice civile, nello specifico dell'articolo 2445 c.c. (commi secondo, terzo e quarto) che si occupa di disciplinare la riduzione del capitale sociale.

Al secondo comma dell'articolo 2445 c.c. il legislatore ha previsto che l'avviso di convocazione dell'assemblea debba contenerne anche le motivazioni (i.e. recesso del socio) e la modalità di riduzione del capitale sociale. Si prevede altresì che qualora la società stessa avesse acquisito azioni proprie, dopo la riduzione del capitale queste ultime dovrebbero comunque rimanere di misura inferiore ad un quinto del capitale sociale stesso.

Qualora nell'iter procedurale del recesso si dovesse ricorrere alla riduzione del capitale sociale, si otterrà anche una dilatazione dei tempi per il rimborso della partecipazione al socio recedente in considerazione del fatto che l'operazione di riduzione del capitale sociale resterà sospesa per i novanta giorni che seguono l'iscrizione della delibera che ha dato origine all'esercizio del diritto di recesso per consentire ai terzi di proporre opposizione<sup>125</sup>.

Al terzo comma dell'articolo 2445 c.c. infatti è inclusa la previsione di attuazione della delibera di riduzione del capitale sociale solo trascorso il termine di novanta giorni dalla pubblicazione della stessa deliberazione al Registro delle Imprese, salvo che nei novanta giorni non sia stata conclamata l'opposizione dei creditori; preme puntualizzare che non tutti i creditori potranno opporre il proprio diniego ma solamente coloro che risultavano già creditori alla data di pubblicazione della predetta delibera di riduzione del capitale sociale. Contro l'opposizione dei creditori la società potrà ricorrere al tribunale che valuterà la sussistenza delle motivazioni a fondamento dell'opposizione e che valuterà le eventuali garanzie fornite dalla società (2445 c.c., quarto comma).

Qualora l'opposizione alla riduzione del capitale sociale da parte dei creditori venga accolta dal Tribunale, la società dovrà essere sciolta. L'estrema conclusione prevista dall'ultimo comma dell'art. 2437 quater c.c. pone può sembrare "severa" o addirittura contraddittoria rispetto ai principi tracciati dalla legge delega per la riforma<sup>126</sup>, tuttavia a ben vedere, l'infruttuosità di tutti i tentativi precedenti di offerta per l'acquisto agli altri soci, ai terzi e

---

<sup>125</sup> Purtuttavia a norma dell'ultimo comma dell'art. 2445 c.c. *"Il tribunale, quando ritenga infondato il pericolo di pregiudizio per i creditori oppure la società abbia prestato idonea garanzia, dispone che l'operazione abbia luogo nonostante l'opposizione."*

<sup>126</sup> CALLEGARI, *Commento all'articolo 2437 quater. Procedimento di liquidazione*, in Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, II, Zanichelli, Bologna, 2004, 1435.



l'impossibilità di rimborso attraverso gli utili e le riserve disponibili è sintomo del fatto che il mercato stia manifestando una valutazione di scarsa convenienza alla partecipazione nel capitale di rischio della società.

### **VI.7 Lo scioglimento della società**

Nel paragrafo precedente abbiamo preso visione di come lo scioglimento della società sia stato inserito all'interno dell'ultimo comma dell'art. 2437 quater c.c. quale alternativa alla riduzione del capitale sociale.

Nel caso di specie il socio recedente avrà il diritto di essere liquidato sulla base del valore stimato, accettato, oppure contestato e reso definitivo attraverso il procedimento di cui all'art. 2437 ter c.c.<sup>128</sup>.

Nel corso dell'iter procedurale conseguente all'utilizzo del diritto di recesso questa non rappresenta l'unica ipotesi di scioglimento. L'estinzione dell'ente societario potrebbe essere la conseguenza:

- dell'accoglimento dell'opposizione dei creditori alla riduzione del capitale sociale;
- della riduzione del capitale sociale al di sotto del minimo legale senza che sia deliberato un aumento o la trasformazione societaria;
- della delibera di scioglimento adottata dall'assemblea dei soci entro novanta giorni dall'esercizio del diritto di recesso da parte di un socio.

Va giusto osservato che lo scioglimento potrebbe costituire uno strumento non propriamente adeguato alla tutela del socio: la società, infatti, si ritiene sia a conoscenza della sussistenza e consistenza di riserve disponibili sufficienti per rimborsare le azioni del socio receduto ancor prima che gli amministratori inizino il collocamento sul mercato e, quindi, sarà in grado di valutare se deliberare lo scioglimento entro novanta giorni dall'esercizio del recesso al fine di evitare di liquidare la quota ed evitare che eventualmente si giunga allo scioglimento in seguito all'accoglimento dell'opposizione dei creditori.

---

<sup>128</sup> GALLETTI, *Commento all'art. 2437 quater in Il nuovo diritto delle società* a cura di Alberto Maffei Alberti, II, Cedam, Padova, 2005, 1607.

## **VI.8 Il procedimento di liquidazione in caso di recesso multiplo e in caso di recesso parziale**

Nel caso in cui vi siano una pluralità di istanze di recesso da parte di più soci si pone il problema di assicurare ad essi parità di trattamento<sup>129</sup>.

Gli amministratori della società, seguendo la procedura come descritta nei paragrafi precedenti, dovranno collocare le azioni in base all'ordine cronologico con il quale il recesso è stato individualmente esercitato. Nel caso in cui più comunicazioni di recesso siano pervenute nella medesima data, gli amministratori dovranno procedere alla dismissione delle azioni in modo proporzionale, così da mantenere una pari condizione tra i soci recedenti.

Il rimborso proporzionale, del resto, soddisfa le esigenze di uguale tutela anche nel caso in cui vi siano recessi parziali e allo stesso tempo rende più probabile il completamento del procedimento con maggior tutela alla completa soddisfazione dei soci receduti.

Infine, nel caso in cui vi fossero soci receduti rimasti parzialmente insoddisfatti nonostante siano state esperite tutte le fasi previste dal procedimento e venga deliberato lo scioglimento della società per evitare la riduzione del capitale sociale gli effetti interdittivi del recesso riguarderanno solamente le partecipazioni che non sono state collocate sul mercato.

---

<sup>129</sup> OPPO, *Eguaglianza e contratto nelle società per azioni*, in *Riv. Dir. civ.*, 1974, I, 629.

## BIBLIOGRAFIA

ABU AWWAD, *I “diritti di voto e di partecipazione” fra recesso e assemblee speciali*, in *Banca Borsa e titoli di credito*, 2009

BARTOLACELLI, *Profili del recesso ad nutum nella società per azioni*, in *Contr. e impr.*, 2004

CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. Comm.*, 2005,

CALLEGARI, *Commento agli artt. 2437 e seguenti*, in Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti (diretto da) *Il nuovo diritto societario*, II, Zanichelli, Bologna, 2004

CALLEGARI, *Commento all’art. 2497 - quater*, in Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti (diretto da) *Il nuovo diritto societario*, III, Zanichelli, Bologna, 2004

CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, Volume 2, Diritto delle società*, Utet, Torino, 2015

CAPPIELLO, *Commento agli artt. 2437 ss*, in *Codice commentato delle nuove società*, Ipsoa, Milano, 2004

CAPPIELLO, *Recesso ad nutum e recesso “per giusta causa” nella S.p.a. e nella S.r.l.*, in *Riv. dir. comm.*, 2004

CARATOZZOLO, *Criteri di valutazione delle azioni del socio recedente nelle S.p.A.* in *Le Società*, I, 2005

CARIELLO, *Commento all’art. 2497 – quater*, in Niccolini - Stagno d’Alcontres (a cura di) *Società di capitali. Commentario*, Volume 3, Jovene, Napoli, 2004

CARMIGNANI, *Commento agli articoli 2437 e ss. in La riforma delle società – commentario del D.Lgs. 17 gennaio 2003 n. 6* a cura di Sandulli-Santoro, Tomo II e III, Giappichelli, Torino, 2003

CHIAPPETTA, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: problemi interpretativi e applicativi*, in *Riv. Soc.*, 2005

CORSI, *Il momento di operatività del recesso nelle società per azioni*, in *Giur. Comm.*, I, 2005

COTTINO, *Diritto commerciale*, Cedam, Padova, 1987

COTTINO, *Diritto societario*, Cedam, Padova, 2011

DACCO', *Il diritto di recesso: limiti dell'istituto e limiti all'autonomia privata nella società a responsabilità limitata*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2004

DE ANGELIS, *Esercizio del diritto di recesso e cessazione dello status socii*, in *Società*, 1994

DE ANGELIS, *Diritto commerciale, a cura di Allegri, Calvosa, D'Alessandro, De Angelis, Fortunato, Grippo, Maffei Alberti, Mangini, Partesotti, Piras, Scognamiglio, Volpe Putzolu, Zanarone, Monduzzi*, Bologna, 2010

DELLI PRISCOLI, *L'uscita volontaria del socio dalle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2005

DE MARI, *La quotazione di azioni in mercati regolamentati: profili negoziali e rilievo organizzativo*, Giappichelli, Torino, 2004

DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, Volume 3, Utet, Torino, 2007

DI CECCO, *Il diritto di recesso del socio di società di capitali dopo la riforma*, in *Riv. dir. impr.*, 2005

DI LIZIA, *Il diritto di recesso. I casi legali e convenzionali, modalità di recesso e di rimborso*, in *La riforma delle società. Aspetti applicativi*, Utet, Torino, 2004

DI SABATO, *Manuale delle società*, Utet, Torino, 1999

FERRARA-CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Giuffrè, Milano, 2001

FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Giuffrè, Milano, 2009

GALGANO, *La società per azioni. Le altre società di capitali, le cooperative*. Zanichelli, Bologna, 1974

GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, Cedam, Padova, 2006

GALLETTI, *Commento all'art. 2437, 2437-bis, 2437-ter e 2437-quater* in *Il nuovo diritto delle società* a cura di Maffei Alberti, II, Cedam, Padova, 2005

GALLETTI, *Commento sub. art. 2437-bis c.c.*, in *Codice commentato delle società*, a cura di ABRIANI e STELLA RICHTER, Utet, Torino, 2010

GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2000

GRIPPO, *Il recesso del socio*, in *Trattato Colombo-Portale*, 6, II, Utet, Torino, 1993

LEVERONE, *La natura recettizia della comunicazione del recesso nella disciplina previgente*, in *Le Società*, V, 2004

MALTONI, *Il recesso e l'esclusione nella nuova società a responsabilità limitata*, in *Notariato*, 2003

MARASA', CIOCCA, *Recesso e riscatto nelle S.p.a., commento agli artt. 2437-2437-sexies del Codice Civile*, Piccin, Padova, 2011

MONTALENTI, *Osservazioni*, in *Riv. Soc.*, 2002

MONTALENTI, *La società quotata*, in *Trattato di Diritto Commerciale diretto da Cottino*, IV, Cedam, Padova, 2004

MORANO, *Analisi delle clausole statutarie in tema di recesso alla luce della riforma della disciplina delle società di capitali*, in *Riv. Not.*, 2003

MORELLI, *Recesso del socio da una s.p.a. e diritto alla liquidazione della propria quota*, nota a Cass., 19 marzo 2004, n. 5548, sez. I, in *Giur. Comm.*, 2006

NOBILI, SPOLIDORO, *La riduzione del capitale sociale*, in *Trattato Colombo-Portale*, 6, 1, Utet, Torino, 1998

NOTARI, *Commento sub art. 131 in Commentario TUF a cura di Marchetti Bianchi, Giuffrè*, Milano, 1999

NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione del nuovo art. 2437-quinquies c.c.* in *Riv. Dir. Comm.*, 2004

OPPO, *Eguaglianza e contratto nelle società per azioni*, in *Riv. Dir. civ.*, 1974

PACCHI PESUCCI, *Autotutela dell'azionista e interessi dell'organizzazione*, Giuffrè, Milano, 1993

PACIELLO, *Commento sub art. 2437 c.c.*, in *Società di capitali, Commentario*, a cura di Niccolini e d'Alcontres, Jovene, Napoli, 2004

PACIELLO, *Il diritto di recesso nelle s.p.a.: primi rilievi*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2004

PAVONE LA ROSA, *Nuovi profili della disciplina dei gruppi societari*, in *Riv. Soc.*, 2003

PESCATORE, *L'impresa societaria a base capitalistica*, in AA.V.V., *Manuale di diritto commerciale* a cura di Buonocore, Giappichelli, Torino, 1997

PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società Liber amicorum*, Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadessa e Portale, volume 2, Utet, Torino, 2006

PRESTI, *Questioni in tema di recesso nelle società di capitali*, in *Giur. Comm.*, I, 1982

RORDORF, *Il recesso del socio di società di capitali: prime osservazioni dopo la riforma*, in *Le Società*, 2003

SALAFIA, *Il recesso dei soci nelle società di capitali*, in *Società*, 2006

SALAFIA, *Il recesso del socio e l'impugnazione della delibera che lo giustifica*, in *Società*, 2011

SALVATORE, *Il "nuovo" diritto di recesso nelle società di capitali*, in *Contr. Imp.*, 2003

SANGIORGI, *Enc. Giur. Recesso, I. Nozioni Introduttive*. Roma: Treccani. 1993

SCHIANO DI PEPE, *Il diritto di recesso nei gruppi*, in *Società*, 2003

SPALTRO, *Esercizio del recesso e perdita dei diritti sociali*, in *Società*, 2007

STASSANO G., STASSANO M., *Il recesso e l'esclusione del socio nella s.r.l. e nella s.p.a.*, Giappichelli, Torino, 2005

STELLA RICHTER jr., *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2004

TOFFOLETTO, *L'autonomia privata e i suoi limiti nel recesso convenzionale del socio di società di capitali*, in *Riv. Dir. Comm.*, I, 2004

TRIMARCHI, *Il recesso del socio dai tipi societari capitalistici e applicativi notarili*, in *Studi e materiali*, 2012

VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Riv. Soc.*, 2005

VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*. Giuffrè, Milano, 2012

ZAGRA, *Nota a Lodo collegio arbitrale Milano 10 marzo 2006*

ZANARONE, *L'invalidità delle deliberazioni assembleari*, in *Trattato Colombo-Portale*, 3, II, Utet, Torino, 1993

ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Commentario Schlesinger*, Tomo 1, Giuffrè, Milano, 2010